

**Verdipapirhandellovens § 10-12:
Beste resultat ved utførelse av ordre**

Kandidatnummer: 646

Leveringsfrist: 25.04.2008 kl. 12:00

(* regelverk for spesialoppgave på:

<http://www.jus.uio.no/studier/regelverk/utf-forskr-vedlegg-i.html>

regelverk for masteroppgave på:

<http://www.jus.uio.no/studier/regelverk/master/eksamensforskrift/kap6.html>)

Til sammen 16.214 ord

12.09.2008

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING/BAKGRUNN</u>	<u>1</u>
1.1	Temaet for fremstillingen	1
1.2	Lovhistorikk	2
<u>2</u>	<u>RETTSKILDEBILDET</u>	<u>2</u>
2.1	Lov, forskrift, forarbeider og praksis	2
2.1.1	Lov	2
2.1.2	Forskrift	3
2.1.3	Forarbeider	3
2.1.4	Praksis	4
2.2	Bestemmelsens formål	5
2.2.1	Økt konkurranse	5
2.2.2	Økt investorbeskyttelse	6
2.3	EU/EØS-retten som bakgrunnsrett	6
2.3.1	EU/EØS-retten som norsk rettskilde	6
2.3.2	EU/EØS kildene	7
<u>3</u>	<u>VERDIPAPIRFORETAKETS PLIKTER VPHL § 10-12</u>	<u>9</u>
3.1	Alle rimelige tiltak for å oppnå best mulig resultat	9
3.1.1	Best mulig resultat	10
3.1.2	Alle rimelige tiltak	17
3.1.3	Ved utførelse av kundeordre	23
3.1.4	Spesifikke instruksjoner	27
3.1.5	Kvalifiserte motparter	29
3.2	Effektive systemer, prosedyrer og ordninger	37
3.2.1	Krav til systemer, prosedyrer og ordninger	37

3.2.2	Kontroll	40
3.2.3	Etterfølgende påvisning	42
3.3	Retningslinjer for utførelse av kundeordre	43
3.3.1	Utarbeidelse og innhold	43
3.3.2	Opplysnings- og samtykkeplikt	47
3.3.3	Evaluerings	51
<u>4</u>	<u>VIRKNINGEN AV OVERTREDELSE</u>	<u>52</u>
4.1	Offentlige sanksjoner	52
4.2	Privatrettslige virkninger	53
4.2.1	Erstatning	53
<u>5</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>54</u>
5.1	Lover og forskrifter	54
5.2	Forarbeider	54
5.3	Praksis	54
5.4	EU-rettslige kilder	55
5.5	Litteratur	56
5.6	Annet	56
<u>6</u>	<u>LISTER OVER TABELLER OG FIGURER M V</u>	<u>A</u>

1 Innledning/bakgrunn

1.1 Temaet for fremstillingen

Temaet for fremstillingen er å redegjøre for innholdet i verdipapirhandelloven § 10-12 sitt krav om beste resultat. Bestemmelsen går i korthet ut på at et verdipapirforetak, typisk et meglerhus, plikter å utføre alle rimelige tiltak for å oppnå beste resultat når den utfører kundeordre, typisk ordre om kjøp eller salg av aksjer.

Bestemmelsen oppstiller tre hovedplikter for verdipapirforetakene: Plikten til å utføre alle rimelige tiltak for å oppnå beste resultat, plikten til å ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger og plikten til å utarbeide, opplyse om, innhente samtykke til, evaluere og anvende retningslinjer for utførelse av kundeordre.

I tillegg til å redegjøre for innholdet i pliktene vil fremstillingen ta for seg unntakene til bestemmelsen som oppstår ved ordre med spesifikke instruksjoner og ved handel med kvalifiserte motparter.

Kravet til beste resultat står naturlig i sammenheng med kravet til god forretningsskikk i vphl. § 10-11 og er en del av investorbeskyttelsesreglene i loven. Kravet har imidlertid også en viktig funksjon som pådriver for at verdipapirforetakene aktivt orienterer seg om nye handelsplasser som vil oppstå som en konsekvens av at MiFID direktivet (Markets in Financial Instruments Directive)¹ opphever de konsentrasjonsreglene de enkelte medlemsland måtte ha.²

¹ Directive 2004/39/EC

² Konsentrasjonsregelen ga enkelte børser en monopolstilling i sitt hjemland ved at alle handler i noterte papirer måtte slutes gjennom den aktuelle børs' handelssystemer.

Den tidligere verdipapirhandelloven hadde i § 9-2, fjerde ledd en regel om at verdipapirforetakene skulle gi kunden “beste pris”. Fremstillingen vil vise at kravet til beste resultat er en vesentlig mer omfattende forpliktelse enn det den tidligere “beste pris” forpliktelsen var.

1.2 Lovhistorikk

Verdipapirhandelloven av 2007, §§ 10-11 og 10-12 erstatter den tidligere lovens regler om god forretningsskikk.³ Årsaken til at den relativt nye loven måtte erstattes var at EU vedtok MiFID direktivet som erstatning for ISD-direktivet som var gjennomført i norsk lovgivning gjennom verdipapirhandelloven av 1997.⁴ Hovedformålet med MiFID er å bidra til å sikre og utvikle de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, og oversiktighet, samt å fremme investorenes tillit til markedet. Formålet skal blant annet fremmes ved økt konkurranse og investorbeskyttelse.⁵

2 Rettskildebildet

2.1 Lov, forskrift, forarbeider og praksis

2.1.1 Lov

Kravet til beste resultat følger direkte av verdipapirhandellovens § 10-12. Bestemmelsen er ny i forhold til tidligere lovgivning. Ordlyden inneholder de skjønnsmessige begrepene “alle rimelige tiltak” og “best mulig”. Skjønnsvurderingene gjør bestemmelsen smidigere, men også noe mindre forutberegnelig og mer uklar. Skjønnsmessige begreper åpner i større grad for bruk av forarbeider, formålsbetraktninger og reelle hensyn i det enkelte tilfellet

³ Lov av 19. juni 1997 nr. 79, § 9-2

⁴ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field

⁵ NOU 2006 nr. 3 punkt 1.1.2

enn det en mindre skjønnsmessig, og dermed klarere, ordlyd ville ha gjort. Den relative rettskildemessige vekten av ordlyden blir derfor noe mindre.

2.1.2 **Forskrift**

I tråd med forskriftshjemmelen i vphl § 10-12, 7. ledd er det gitt utfyllende regler om beste resultat i verdipapirforskriftens kapittel VI.⁶

2.1.3 **Forarbeider**

De relevante forarbeider er NOU 2006 nummer 3 og Odelstingsproposisjon nummer 34 (2006-2007). Kredittilsynet har også utarbeidet et høringsnotat og utkast til verdipapirforskriften som er publisert på regjeringens hjemmesider.⁷ Den rettskildemessige vekten av forarbeider til forskrift er usikker og lite behandlet i praksis. Vurderingen av hva slags vekt forarbeidene til verdipapirforskriften skal ha må derfor forankres i mer generelle rettskildemessige betraktninger.

I Echoffs behandling av lovforarbeider legger han vekt på hensynet til å styrke demokratiet, større grad av ensartethet blant lovtolkere og den forenklede lovgivningsteknikk vektlegging av forarbeider medfører.⁸ Samtidig ser Echoff også ulemper ved vektlegging av forarbeider. Vektleggingen kan føre til mindre nøyaktighet ved utformingen av lovteksten, større mulighet for rettsvillfarelse ved at personer som kun leser lovteksten kan få et feil inntrykk av rettstilstanden, spesielt dersom forarbeidene er vanskelig tilgjengelige, samt ulempen ved at rettsanvenderen må forholde seg til flere skrifter, ikke bare én, når han må ta stilling til tolkingsspørsmål.

⁶ Forskrift til verdipapirhandelloven, FOR-2007-06-29-876

⁷ Høringsnotat og utkast til forskrift om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-forskriften) utarbeidet av Kredittilsynet.

⁸ Echoff – Rettskildelære, 5. utgave ved Jan E. Helgesen, kapittel 3.

De fleste av hensynene som Echoff trekker frem i forbindelse med lovforarbeider kan også brukes ved vurderingen av hva slags vekt verdipapirforskriftens forarbeider bør tillegges. En viktig forskjell er imidlertid at hensynet til å styrke demokratiet neppe kan tillegges like stor vekt. Grunnen til dette er at forarbeidene til verdipapirforskriften befinner seg enda et steg lenger fra lovgiver enn det forarbeidene til lovene vanligvis gjør. Der det ved vanlige lovforarbeider er lovgiver som gir departementet i oppgave å utrede forslag til ny lov, så er det i verdipapirforskriftens tilfelle departementet som gir Kredittilsynet i oppgave å utrede forslag til forskrift. Stortinget vedtar heller ikke forskriften, det er derfor enda mindre sannsynlig at de kjenner til eventuelle tolkingsuttalelser i forskriftens forarbeider. Slik vil demokratihensynet kunne tale imot at det legges vekt på forskriftens forarbeider da det kan forventes at Stortinget kun leser selve forskriften. Dersom de faktiske reglene i forskriften fraviker ordlyden vil dette kunne føre Stortinget bak lyset. Selv om forarbeidene er tilgjengelige på regjeringens og Kredittilsynets hjemmesider, så er det for eksempel ingen gjengivelse av forarbeidene i Lovdatas fremstilling av forskriften. Dette kan tyde på at forskriftsforarbeidene verken er godt kjent, eller lett tilgjengelige for folk flest.

I og med at demokratihensynet ikke taler for å legge vekt på verdipapirforskriftens forarbeider, og at tilgjengelighetsmomentet kommer enda sterkere frem, så vil vekten av uttalelser i forskriftens forarbeider være beskjeden. Forarbeidene vil imidlertid kunne si noe om for eksempel hvilket formål bestemmelsen er ment å ivareta. Dette vil kunne være relevant ved tolkingen.

2.1.4 **Praksis**

Da bestemmelsen er ny foreligger det foreløpig ikke rettspraksis i tilknytning til kravet om beste resultat. Det finnes noe praksis rundt den tidligere lovs krav om beste pris, samt avgjørelser knyttet til god forretningsskikk, men ingen av de avgjørelsene jeg har sett inneholder bemerkninger eller resonnementer som er relevante i forbindelse med tolkingen av den nye vphl. § 10-12.

2.2 Bestemmelsens formål

Kravet til beste resultat er en del av verdipapirhandellogen av 2007 som igjen er kommet i stand som konsekvens av at EU vedtok MiFID direktivet. Formålet bak MiFID direktivet vil derfor være en viktig pekepinn ved fastleggelsen av hva som er formålet bak enkeltbestemmelsene i verdipapirloven til eksempel vphl. § 10-12.

Hovedformålet med MiFID er å bidra til å sikre og utvikle de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet og oversiktighet, samt å fremme investorenes tillit til markedet.⁹ Formålet skal fremmes ved økt konkurranse og investorbeskyttelse.

Kravet til beste resultat er et viktig virkemiddel både for å fremme økt konkurranse og for å øke investorbeskyttelsen.

2.2.1 Økt konkurranse

Gjennom MiFID tilrettelegges det for større konkurranse mellom markedsplassene ved at eventuelle konsentrasjonsregler et land måtte ha oppheves. Ved å kreve at verdipapirforetakene plikter å utføre alle rimelige tiltak for å levere beste resultat til sine kunder, så tvinges verdipapirforetakene til å aktivt orientere seg om hvilken markedsplass som til enhver tid vil være best egnet for den aktuelle ordreutførelsen. Dette vil hjelpe nye markedsplasser med å få tilført den nødvendige likviditet som igjen setter press på de eldre etablerte markedsplassene til å levere et bedre produkt. Det vil også i større grad åpne for “nisje-markedsplasser”. Et eksempel på en slik “nisje-markedsplass” er den svenske multilaterale handelsfasiliteten AktieTorget.^{10 11}

⁹ NOU 2006:3 punkt 1.1.2

¹⁰ En Multilateral Handelsfasilitet eller MHF er en børsliknende markedsplass hvor det omsettes finansielle instrumenter. For nærmere omtale og definisjon se Ot. prp. 34 (2006-2007) punkt 11.

¹¹ AktieTorget er en MHF som er spesielt tilrettelagt for å hente kapital til fremadstormende gründerbedrifter. For nærmere omtale se <http://www.aktietorget.se>.

2.2.2 Økt investorbeskyttelse

Det mest innlysende formålet bak kravet til beste resultat er økt investorbeskyttelse. Ved å pålegge verdipapirforetakene å utføre et hvert rimelig tiltak for å kunne gi kunden et best mulig resultat, samtidig som det stilles krav til at verdipapirforetakene kan dokumentere at de har gjort dette, så kan investor være trygg på at han ikke føres bak lyset.

2.3 EU/EØS-retten som bakgrunnsrett

Den nye verdipapirhandelloven bygger som tidligere skrevet på MiFID direktivet. Kravet til beste resultat i vphl. § 10-12 bygger på Nivå-1 direktivets artikkel 21.

2.3.1 EU/EØS-retten som norsk rettskilde

Det kan stilles spørsmål om EU-retten formelt er en legitim norsk rettskilde. I Finangerdommen uttaler Høyesterett at: “Selv om forordninger og direktiver ikke har direkte virkning i norsk rett, har de betydning som tolkningsmomenter i forhold til norske lovbestemmelser. For norsk rett følger dette av presumsjonsprinsippet, hvoretter norsk lov så vidt mulig skal tolkes i samsvar med våre folkerettslige forpliktelser”.¹² En tilsvarende forståelse fremgår av forarbeidene til EØS-loven hvor det uttales at:

“‘Presumsjonsprinsippet’ om at norsk rett forutsettes å være i overensstemmelse med Norges folkerettslige forpliktelser, vil imidlertid som nevnt føre til at norske domstoler må forventes å utnytte alle de muligheter som anerkjente prinsipper for tolkning og anvendelse av rettsregler gir, for å unngå et folkerettsstridig resultat”.¹³

Når Norges forpliktelser etter EØS-avtalen kan medføre at en regel får et annet innhold enn det som ville fulgt av en normal bruk av de andre norske rettskilder må EU-retten etter min

¹² Rt. 2000 side 1811

¹³ Ot.prp.nr.79 (1991-1992), side 4.

mening klart defineres som en rettskilde. Tilsvarende synspunkt fremgår også av juridisk teori.¹⁴

2.3.2 EU/EØS kildene

Lamfalussy prosess

MiFID er et produkt av en “Lamfalussy-prosess”.¹⁵ Som en følge av dette er det for det første et Nivå-1 direktiv¹⁶, deretter har Kommisjonen vedtatt et kommisjonsdirektiv¹⁷ og en kommisjonsforordning¹⁸ på Nivå-2. Videre har CESR¹⁹ publisert en rekke dokumenter på Nivå-3, deriblant et Q&A om “best execution”²⁰. Nivå-3 dokumentene er ikke bindende for medlemslandene, kun rådgivende.

Forarbeider/Background notes

Kommisjonen har også publisert et “Background note” til både Nivå-2 direktivet og forordningen. Hva slags rettskildemessig vekt disse “Background note”ene har er usikkert.

¹⁴ Sejersted m.fl. “EØS-rett” 2. utgave side 249 og Echhoff “Rettskildelære” 5. utgave ved Jan E. Helgesen side 316 følgende.

¹⁵ Lamfalussy-prosess er en relativt ny form for lovgivningsprosess som EU bruker i forbindelse med reguleringen av EUs finansielle markeder. Prosessen foregår på 4 nivåer. Nivå 1 er det stadiet hvor kjerneverdiene og rammen for den videre mer tekniske lovprosessen vedtas av EU. På nivå 2 så blir de mer tekniske implementeringsbestemmelsene vedtatt av Kommisjonen. Nivå 3 er CESRs arbeid med å utgi uttalelser og lignende for å sikre en mest mulig lik iverksettelse av direktivet i de nasjonale statene. Nivå 3 uttalelser og lignende har ikke status som formelle uttalelser fra EU og er ikke bindende for medlemslandene. Nivå 4 er kommisjonens kontrollfunksjon hvor de forsikrer om at alle landene har implementert bestemmelsene, med påfølgende søksmål dersom dette ikke er tilfellet. For nærmere beskrivelse se Ot. prp. Nr. 12 (2004-2005) punkt 2.1.3

¹⁶ Directive 2004/39/EC

¹⁷ Directive 2006/73/EC

¹⁸ Regulation 1287/2006

¹⁹ CESR er et EU-organ som er sammensatt av representanter fra alle EU og EØS-statenes tilsynsmyndigheter på verdipapirirområdet. Representantene fra EØS-statene har full møterett, men har ikke stemmerett, se for øvrig CESR/06-289c.

²⁰ CESR/07-320

EU-domstolen har ikke tradisjon for å legge vekt på forarbeider på samme måte som etter norsk rett.²¹

Det er imidlertid vanskelig å ignorere et dokument som kommer fra kommisjonen, som er offentlig lett tilgjengelig og som går såpass i dybden på en del vanskelige spørsmål innen MiFID, som for eksempel “Best execution” generelt eller spørsmål om kravet til beste resultat gjelder på en ordre-ordre basis eller ikke.

Det er videre en tendens til at EF-domstolen tillegger et direktivs tilblivelseshistorie en viss betydning, og da særlig med tanke på hvilke eventuelle tolkingsalternativer som uttrykkelig ble forkastet i prosessen.²² I denne anledning kan et “Background note” ha betydelig bevisverdi, men utover det vil nok dokumentet først og fremst ha vekt i kraft av de argumenter og resonnementer som står i dokumentet, ikke i kraft av at de faktisk står der. Gjennomslagskraften er derfor liten, og det vil være svært oppsiktsvekkende dersom EF-domstolen gjør bruk av et “Background note” til å fravike ordlyden i et direktiv. Slik vil dokumentet vektmessig ha store likheter med hvordan juridisk teori tradisjonelt har blitt vektlagt i norsk rett.

Offentlig Q&A dokument

I tillegg til CESRs Nivå-3 dokumenter, har også EU et Q&A dokument, som kontinuerlig oppdateres, offentlig tilgjengelig på deres nettsider.²³ I dokumentet er det uthevet at det ikke har formell status som uttalelser fra Kommisjonen, men samtidig understrekes det at de har gjort alt de kan for at svarene skal være i samsvar med Kommisjonens “veloverveide oppfatninger”. Dokumentet kan formelt sett ikke ha rettskildemessig vekt utover den vekt som normalt tillegges juridisk teori. Reelt vil imidlertid dokumentet trolig være sentralt for

²¹ Sejersted med flere EØS-rett, 2. utgave side 54.

²² Se til illustrasjon C-324/98 (Teleaustria)

²³ “Your questions on MiFID - Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures – Questions and answers”

rettssubjektenes forståelse av regeleverket. Dette vil skape en praksis i bransjen som kan bli vektlagt i en sak for EU-domstolen.

Fullharmoniseringsdirektiv

MiFID er i all hovedsak et fullharmoniseringsdirektiv. Det vil si at de nasjonale myndighetene for eksempel ikke kan vedta strengere krav enn det som følger av direktivet. På noen områder, deriblant egenhandel, er det åpnet for at de nasjonale myndigheter kan vedta strengere regler, noe de norske myndighetene har benyttet seg av.

Det at MiFID er et fullharmoniseringsdirektiv medfører også at hensynet til lik fortolking innad i EU/EØS-området er viktig. Dette forsøkes oppnådd blant annet gjennom CESR. Samtidig har ikke CESR kompetanse til offisielt å fastlegge innholdet i direktivet. Uttalelser fra CESR binder ikke EU-domstolen, men det hersker liten tvil om at CESR vil ha stor praktisk betydning for å få en likest mulig fortolking av MiFID innad i EU/EØS-området.

3 Verdipapirforetakets plikter vphl § 10-12

3.1 Alle rimelige tiltak for å oppnå best mulig resultat

Verdipapirforetaket skal ved utførelsen av en kundeordre gjennomføre *alle rimelige tiltak for å oppnå et best mulig resultat for kunden* jfr. vphl § 10-12, første ledd, første punktum.

Det mest sentrale i bestemmelsen, “beste resultat”, behandles først i 3.1.1.

Rimelighetsbegrensningen som lempet kravet til beste resultat omtales i 3.1.2.

Plikten til å oppnå beste resultat oppstår ved utførelsen av kundeordre. I hvilke situasjoner det foreligger utførelse av kundeordre er derfor behandlet i punkt 3.1.3.

Det er to hovedunntak fra verdipapirforetakts plikt til å oppnå beste resultat. Det første unntaket er ved utførelsen av kundeordre med spesifikke instruksjoner jfr. vphl § 10-12, første ledd, andre punktum. Spesifikke instruksjoner behandles i 3.1.4. Det andre unntaket gjelder handel med “kvalifiserte motparter” jfr. vphl. § 10-14. Kvalifiserte motparter behandles i punkt 3.1.5.

3.1.1 Best mulig resultat

Det kreves etter ordlyden at tiltakene skal oppnå et “best mulig resultat” for kunden “med hensyn til pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og andre relevante forhold”.²⁴ Det vil være umulig å til en hver tid ha best mulig resultat i forhold til alle hensynene. Et sentralt punkt ved vurderingen om hva som er best mulig resultat for kunden vil derfor være hvordan hensynene innbyrdes skal vektas. Som regel vil for eksempel den aller billigste gjennomføringsmetoden trolig enten medføre at gjennomføringen ikke skjer med ønskelig hurtighet eller med økt risiko for vanskeligheter i forbindelse med gjennomføringen og oppgjøret.

Før vektspørsmålet er det imidlertid et spørsmål om hva som egentlig skal oppnås. Det har vært, og til dels fortsatt er, betydelige diskusjoner om hva “best mulig resultat” egentlig er og hvordan det skal måles.²⁵ For det første er det uenighet om hvorvidt kravet til beste resultat er en resultatforpliktelse eller en innsatsforpliktelse. Derneft er det et spørsmål om kravet til beste resultat gjelder på ordre til ordre basis eller om det er tilstrekkelig å søke å oppnå beste resultat i majoriteten av tilfellene.

Resultatforpliktelse eller innsatsforpliktelse

²⁴ Momentene som skal vektlegges er en ren avskrift av MiFIDs artikkel 21, nummer 1.

²⁵ Se til eksempel “Chris Skinner red.: The future of investing in Europe’s markets after MiFID” kap. 3.11 og Chris Skinners blog av 5. mars 2007 på finextra communities:

<http://www.finextra.com/community/Fullblog.aspx?id=74>

Vphl. § 10-12 pålegger etter sin ordlyd verdipapirforetaket å gjennomføre alle rimelige tiltak for å oppnå et best mulig resultat for deres kunder. Kravet som oppstilles gjennom ordlyden er foretakets plikt til å gjennomføre tiltakene. Den stiller ikke direkte noe krav om at foretakene skal oppnå et best mulig resultat for kunden, men best mulig resultat skal være konsekvensen av tiltakene som gjennomføres. Etter ordlyden er altså vurderingstemaet om verdipapirforetaket har gjennomført alle rimelige tiltak for å oppnå et best mulig resultat, ikke om de faktisk har oppnådd det. Ordlyden taler dermed for at kravet til beste resultat er en innsatsforpliktelse.

Forarbeidene kan imidlertid tyde på at det er ment innført et resultatkrav jfr. uttalelsen i NOUen som lyder: “Utvalget bemerker at vurderingstemaet her blir om ordreførelsespolitikken setter foretaket i stand til å oppnå det beste resultat. Dersom dette vilkåret er oppfylt gjenstår spørsmålet om det beste resultat er oppnådd i det konkrete tilfellet, jf. ovenfor”.²⁶ Standpunktet synes fulgt opp av departementet i Odelstingsproposisjonen der det uttales at “verdipapirforetaket pålegges en forpliktelse til, innenfor det som er rimelig, å utføre kundeordren med det beste mulige resultatet for kunden”.²⁷ Kredittilsynet gir i forslaget til ny verdipapirforskrift også uttrykk for at reglene er til for å sikre kunden best mulig resultat.²⁸ Den beste måten å sikre kunden et best mulig resultat vil være en resultatforpliktelse. Formålet bak bestemmelsen trekker dermed sammen med forarbeidene i retning av at kravet til beste resultat er en resultatforpliktelse.

Ordlyden i Nivå-1 direktivet stiller krav til at medlemslandene pålegger finansieringsforetakene å ta “all reasonable steps to obtain ... the best possible result for their clients”. Også her knytter forpliktelsen etter sin ordlyd seg til tiltakene, ikke til resultatet.

²⁶ NOU 2006 nr. 3 punkt 4.4.1, kursivert i NOUen.

²⁷ Ot. Prp. Nr. 34 2006-2007 punkt 7.5.5

²⁸ Høringsnotat og utkast til forskrift om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-forskriften) utarbeidet av Kredittilsynet s. 27.

Det fremgår av Nivå-2 direktivets fortale nr. 66 at finansforetaket “shall apply its execution policy with a view to obtaining the best possible result”. “With a view” tyder på at det ikke er noe absolutt krav til at foretaket skal oppnå beste resultat.

CESR gir uttrykk for en tilsvarende holdning i sitt Q&A angående best execution.²⁹ CESR skriver rett ut at foretakene ikke har noen plikt til å oppnå det best mulige resultatet på hver enkelt ordre, men at de skal anvende retningslinjene for ordreutførelse på hver enkelt ordre med det mål om å oppnå beste resultat.

EU-kildene trekker som vist ganske entydig i retning av at kravet til beste resultat er en innsatsforpliktelse. Når ordlyden kan forstås på samme måten som det som følger av EU-retten så vil presumsjonsprinsippet medføre at den forståelsen som følger av EU-retten skal legges til grunn. Dette selv om forarbeidene og formålet bak bestemmelsen taler for en annen løsning.

Konklusjonen er at kravet til beste resultat er en innsatsforpliktelse, men i og med at beste resultat bør være fullt oppnåelig vil det være en presumsjon for at finansforetaket ikke har gjort en tilstrekkelig innsats dersom beste resultat ikke oppnås. Selv om kravet i utgangspunktet er en innsatsforpliktelse så vil nok verdipapirforetakene på denne bakgrunn kunne oppfatte kravet som en resultatforpliktelse. Realiteten i distinksjonen mellom resultat- og innsatsforpliktelse er således liten og er muligens årsak til at forarbeidene først og fremst taler om resultatet.

På hver enkelt ordre

Den videre problemstillingen er om kravet til beste resultat gjelder på ordre til ordre basis, eller om det kun er et krav til å jevnt over oppnå beste resultat.

²⁹ CESR/07-320, side 6, 2. avsnitt.

Ordlyden trekker klart i retning av at det skal forsøkes å nå beste resultat på hver enkelt ordre. Dersom det kun jevnt over oppnås beste resultat, så vil det være ordre der best resultat ikke oppnås, altså vil det være et forbedringspotensial. Jeg kan vanskelig se hvordan dette skal være i tråd med at foretaket skal utføre alle rimelige tiltak for å oppnå et best mulig resultat for deres kunder.

Det fremgår av de uttalelsene fra forarbeidene som er gjengitt ovenfor at forarbeidene trekker i retning av at kravet gjelder på ordre til ordre basis jfr. blant annet uttalelsen “...gjenstår spørsmålet *om* det beste resultat er oppnådd i det konkrete tilfellet”.³⁰

En del finansforetak hevder at forskriftens § 10-29, første ledd, bokstav a og b, forutsetter at det ikke er et krav om beste resultat ved hver enkelt ordre, da den tillater aggregering av ordre dersom det ikke *generelt* er til ulempe for kunden, og at de skal informere kunden om at aggregering kan være til ulempe for så vidt angår en bestemt kundeordre.³¹ Jeg er ikke enig i at denne bestemmelsen forutsetter at det ikke er krav til beste resultat ved hver enkelt ordre. Det at aggregeringen generelt ikke skal være til ulempe for kunden tilsier at dersom alle ordrene legges sammen, så vil kunden komme bedre eller like godt ut ved aggregering som ved “vanlig” beste resultat utførelse. Dersom et bedre resultat kan oppnås ved aggregering enn ved ordinær utførelse, vil ikke den ordinære utførelsen gi beste resultat, fordi et bedre totalresultat kunne vært oppnådd ved aggregering. Det betyr at det på visse enkeltordre kan oppnås et bedre resultat enn det som hadde vært mulig ved “vanlig utførelse”.

Forskriftsbestemmelsen åpner altså for at dette kan gjøres, selv om det vil bety at noen enkeltordre i det korte løp ikke oppfyller kravet til beste resultat. Vilkåret er imidlertid at det er usannsynlig at dette totalt sett skal føre til et dårligere resultat for kunden.

³⁰ NOU 2006 nr. 3 punkt 4.4.1

³¹ Ved aggregering av ordre slår finansforetaket sammen flere kundeordre og utfører disse samlet. Prisen kunden betaler/får for aksjene blir da gjennomsnittskursen ved transaksjonen.

Ved aggregering vil kunden komme bedre ut ved noen handler og dårligere ut ved andre, men kunden skal komme minst like godt eller bedre ut totalt. Både praktisk for verdipapirforetakene, rettferdighetsmessig mellom kundene og økonomisk ville det vært uheldig og lite smidig om kravet til beste resultat ved utførelsen av den enkelte kundeordre i realiteten ble stående i veien for det beste resultatet over tid.

Ordlyden i Nivå-1 direktivet er lik den norske bestemmelsen, slik at også denne må sies å dra i retning av at kravet til beste resultat gjelder på ordre til ordre basis. Det gis i “Background note” til Nivå-2 direktivet klart gitt uttrykk for at kravet til beste resultat skal gjelde på en “ordre-til-ordre” basis: “It is important to stress that the best execution obligation should apply on an order-by-order basis”.³² Utsagnet har i seg selv liten rettskildemessig vekt, men i forlengelsen av uttalelsen begrunnes den med at “[t]his is not only in the immediate best interest of the clients, but also in order to promote competition between execution venues in the longer term. Trade should be drive to those venues that can consistently provide the highest quality results, and the best execution obligation ensures that firms are not able to ignore such venues”. Formålet bak EU-regelen taler altså for at kravet skal gjelde på en ordre til ordre basis.

I Nivå-2 direktivet er det i fortalen uttalt at “[a]n investment firm should apply its execution policy to each client order that it executes with a view to obtaining the best possible result for the client in accordance with that policy”.³³ Også her presiseres det at hver enkelt ordre skal utføres med det mål om å oppnå beste resultat.

CESR gir uttrykk for tilsvarende synspunkt i sitt Q&A i tilknytning til kravet om beste resultat.^{34 35}

³² Background note s. 24 siste avsnitt

³³ Commission Directive 2006/73/EC, fortalens nummer 66.

³⁴ CESR/07-320, side 6, 2. avsnitt.

EU kildene drar derfor klart i retning av at det kravet til beste resultat gjelder på hver enkelt ordre.

Rettskildebildet, inkludert EU-retten, peker klart i retning av at kravet til beste resultat gjelder på hver enkelt ordre. Det er etter min mening derfor lite tvilsomt at dette er regelen.

Hva er et best mulig resultat?

Beste resultat skal oppnås med hensyn til pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og andre relevante forhold jfr. § 10-12 første ledd. Det kan ikke være særlig tvilsomt at dersom et finansforetak har valgt mellom to markedsplasser og den ene markedsplassen er bedre enn den andre på alle disse punktene, plikter finansforetaket å velge denne. Problemene oppstår først når det må velges mellom to eller flere markedsplasser hvor den ene er best på pris, mens den andre er bedre på hastighet og sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør. Spørsmålet blir hvordan egenskapene innbyrdes skal vektlegges.

Verdipapirforskriftens § 10-25 gir anvisning på fire kriterier som skal vektlegges for å avgjøre den relative vekten til faktorene som nevnt i § 10-12, første ledd. Dette er de samme fire kriteriene som oppregnes i Nivå-2 direktivet, artikkel 44. Kriteriene er kundens egenskaper, ordrens art, egenskaper ved de finansielle instrumenter som inngår i ordren og egenskaper ved de handelssystemer der ordren kan legges inn.

Et første spørsmål er hvorvidt listen i § 10-25 er uttømmende. Det fremgår direkte av forarbeidene til forskriften at listen ikke er ment å være en uttømmende angivelse av

³⁵ CESRs publikasjoner i denne forbindelse er Nivå-3 uttalelser. De er ikke formelt bindende for statene, men det anbefales at de følges, og de er viktige for harmoniseringen av regelverket innad i EØS. Selv om det må være helt klart at en uttalelse fra CESR ikke kan tilsidesette en regel vil den ved tolkingstvil ha svært stor praktisk betydning. I og med at CESR er satt sammen av representanter fra de forskjellige nasjonale tilsynsmyndigheter er det også sannsynlig at disse vil legge seg på samme linje.

relevante hensyn.³⁶ Dette er også den mest naturlige språklige forståelsen av Nivå 2 direktivets artikkel 44 og dermed også EU-rettens løsning. Finansforetakene kan derfor også legge vekt på andre faktorer i tillegg til de som er opplistet i forskriftens § 10-25.

Det følger av forskriftens ordlyd at det *skal* tas hensyn til de fire kriteriene som er opplistet når den relative vekten til faktorene i vphl. § 10-12 avgjøres. Videre følger det forutsetningsvis av forskriftens § 10-25 første ledd bokstav a, at den relative vekten av faktorene i § 10-12 normalt vil være forskjellig for profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder.

For ikke-profesjonelle kunder følger det av forskriftens § 10-25, fjerde ledd, første punktum, at beste resultat skal bestemmes ut fra det samlede vederlag kunden skal betale i forbindelse med ordreutførelsen. Det samlede vederlaget skal beregnes etter prosedyren i annet punktum og kan oppsummeres med at det skal tas hensyn til samtlige kostnader ved handelen, samt prisen som vil oppnås på det aktuelle finansielle instrumentet. Ordlyden i fjerde ledd er mer eller mindre identisk med ordlyden i Nivå-2 direktivets artikkel 44 nr. 3. Isolert kan forskriften forstås slik at det samlede vederlaget uansett skal veie tyngst. Dette kan imidlertid ikke ha vært meningen. Det følger av Nivå-2 direktivets forale, nr. 67 at utgangspunktet er at det samlede vederlaget skal veie tyngst, men at andre hensyn kan gis forrang dersom de er avgjørende for å oppnå best mulig resultat for kunden. Det ville for eksempel vært ganske uheldig om finansforetaket pliktet å utføre en ordre på en markeds plass som var så lite likvid at sannsynligheten for handel var minimal, bare fordi en potensiell handel ville medført noe lavere total kostnad.

Det klare utgangspunkt må derfor være at beste resultat primært måles etter vederlagets størrelse for ikke-profesjonelle kunder, men i unntakstilfeller kan også de andre hensynene tas i betraktning der situasjonen er av en slik art at dette kreves.

³⁶ Høringsnotat og utkast til forskrift om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-forskriften) utarbeidet av Kredittilsynet s. 27

For profesjonelle kunder har ikke MiFID lagt tilsvarende føringer på hva som skal veie tyngst ved definisjonen av beste resultat. Det er imidlertid liten tvil om at vederlagets størrelse også her vil være sentralt. Profesjonelle kunder handler også som regel i den interesse av å tjene mest mulig penger. Det vil imidlertid kunne oppstå situasjoner hvor vederlagets størrelse er av underordnet betydning. Dette vil typisk kunne være tilfeller hvor et foretak eller en investor er avhengig av å få tak i aksjer i et spesielt selskap for å kunne utøve rettigheter som følger med disse. I disse tilfellene vil sannsynligheten for gjennomføring være det klart viktigste og ordren vil legges inn på den mest likvide markedsplassen.

Hva som er beste resultat for en profesjonell kunde vil variere fra ordre til ordre og fra investor til investor. Verdipapirforetakene må derfor danne seg et bilde av hva som vil være best for den enkelte investor. Dette er også bakgrunnen for de relativt omfattende kunderegistreringsreglene som er trådt i kraft gjennom MiFID, se vphl § 10-11, fjerde og femte ledd samt verdipapirforskriftens kapittel IV.

3.1.2 Alle rimelige tiltak

Rimelig

Verdipapirforetaket pålegges ikke etter ordlyden å utføre ethvert tiltak for å oppnå best mulig resultat. Tiltakene må være ansett som “rimelige”. Det følger av forarbeidene at rimelighetsbegrensningen er utslag av et bevisst valg.³⁷ I det opprinnelige forslaget fra utvalget var ordlyden “nødvendige tiltak”, men etter innspill fra Norges Fondsmeglerforbund og Advokatforeningen endret departementet ordlyden fra nødvendig til rimelig. Dette harmoniserer bedre med ordlyden i MiFID, som i den danske versjonen nettopp er “rimelig[e]”.³⁸

Spørsmålet blir hva som er et “rimelig tiltak” og hva rimeligheten skal vurderes opp mot.

³⁷ Ot. Prp. Nr. 34 2006-2007 punkt 7.5.5

³⁸ Ot. Prp. Nr. 34 2006-2007 punkt 7.5.4

Vurderingen av hvorvidt et tiltak er “rimelig” eller ikke, må først og fremst avgjøres på bakgrunn av hva slags gevinst som kan oppnås ved tiltaket. Slik vil to i og for seg like byrdefulle tiltak, kunne få forskjellig karakteristikk alt ettersom hvor stor gevinst de gir. Gevinsten trenger ikke kun å knytte seg til pris, men kan også knytte seg til de andre momentene som er regnet opp i første ledd, for eksempel hurtighet eller sannsynlighet for oppgjør.

Sett for eksempel at det dukker opp en ny markedsplass for derivathandel. Det er ubestridt at denne markedsplassen gir det beste resultatet ved handel, men det er relativt dyrt å være medlem der. For et firma som driver med den type derivathandel som den nye markedsplassen driver med, i et visst volum, og som ikke er bundet av medlemskap andre steder, vil det fort være slik at de plikter å melde seg inn på den nye markedsplassen. For et firma som derimot har bundet seg opp mot en annen markedsplass, og hvor denne markedsplassen gir nesten like godt resultat, er det ikke sikkert at dette andre firmaet trenger å melde seg inn på den nye markedsplassen fordi gevinsten her vil være mindre i forhold til firmaet som ikke var medlem på noen effektiv markedsplass i det hele tatt. På sikt vil imidlertid også det andre firmaet måtte melde seg inn på den nye markedsplassen, da foretaket på tidspunktet for forlengelse av medlemskapet på den gamle markedsplassen må ta i betraktning om en forlengelse av medlemskapet vil gi et bedre resultat for kunden enn innmelding på den nye markedsplassen.

Kostnad og gevinst overfor hvem?

Det er kostnad og gevinst overfor kunden som skal måles. Det er således ikke noe krav at finansforetaket selv må ha størst mulig overskudd. Dette vil imidlertid som regel henge relativt tett sammen, da unødvendige utgifter som finansforetakene har typisk vil veltes over på kundene.

“Ved utførelse av kundeordre”

Ordlyden “ved utførelse av kundeorde” tyder på at tiltakene må knytte seg til den faktiske ordregjennomføringen. Lavere lønn eller utbytte til meglerne ville medført lavere kostnader for investorene, men slike tiltak må etter min mening klart falle utenfor. På samme måte kan det neppe kreves særlige organisatoriske endringer. Det kan for eksempel vanskelig kreves at et meglerhus skal begynne med såkalt systematisk internalisering, selv om dette kunne ha gitt et bedre resultat i det enkelte tilfellet.³⁹ Kunden velger selv hvilket selskap den vil handle med, og det avgjørende må være hvordan dette firmaet på en mest mulig effektiv måte kan utføre de ordre som kunden kommer med.

Hva som er kostnader ved den konkrete ordregjennomføringen og hva som er mer generelle kostnader som verdipapirforetaket uansett ville ha pådratt seg er imidlertid en grense som kan være uklar og vanskelig å trekke. På den ene siden er det kostnader som klart er i tilknytning til ordren som for eksempel avgift ved overdragelse på aktuell markeds plass. På den annen side er det klare kostnader som ikke er i direkte tilknytning til den enkelte ordreførelse som grunnlønn til megler, leie av lokaler osv.

Eksempler på grensetilfeller

Jeg skal ta for meg noen eksempler som jeg mener er særlig praktiske og som ligger i grenseland mellom generelle og konkrete kostnader i tilknytning til ordregjennomføringen.

Fast medlemsavgift på markeds plass

De fleste markeds plasser har to former for avgifter. En avgift som påløper hver gang det handles, og en fast avgift som er uavhengig av handle volum. Spørsmålet er om den faste avgiften kan sies å være en kostnad i tilknytning til ordren eller om den er en generell kostnad på linje med leie av kontorlokaler.

Spørsmålet kommer på spissen dersom det er snakk om markeds plasser som er relativt lite brukt. Den faste avgiften kan da utgjøre et betydelig beløp per transaksjon, mens på

³⁹ Systematisk internalisering er når et verdipapirforetak på en organisert, hyppig og systematisk måte utfører kundeordre på egen bok utenfor et regulert marked eller en MHF, se Ot. Prp. Nr. 24 2006-2007 side 135.

markeds plasser som er mye brukt, blir fastavgiften effektivt pulverisert på et stort antall transaksjoner. Det følger av dette at vurderingen av om medlemsavgiften utgjør en generell kostnad eller en transaksjonsspesifikk kostnad kan bli helt avgjørende for om handelen på en mindre brukt markeds plass kan sies å gi best resultat med hensyn til kostnader.

Et naturlig utgangspunkt er at slike faste medlemskapsavgifter er generelle kostnader da de vanskelig kan sies å påløpe “ved utførelsen” av ordren. De blir verken større eller mindre uansett hvor mange ordre som gjennomføres og har av den grunn lite med konkrete kostnader i forbindelse med utførelsen av ordren å gjøre. Rettsteknisk er dette den beste løsningen. Mye kan imidlertid tale for likevel å klassifisere medlemsavgiftene som kostnader i forbindelse med utførelsen av ordre. Det er ganske klart at en høy fast medlemsavgift vil kunne være fordyrende for kundene. Videre er det uheldig at de markeds plassene som opererer med høye faste avgifter gis en konkurransefordel over markeds plassene som heller baserer seg på avgift i henhold til forbruk.

Et av hovedmålene for MiFID er å åpne konkurransen mellom markeds plassene. Dette skal blant annet gjøres ved å oppheve konkurransevridende lovgivning. En tolking av kostnader ved utførelse av kundeordre som ikke inkluderer andel av fast medlemsavgift harmoniserer derfor dårlig med hensynene bak både bestemmelsen og MiFID forøvrig. Rent praktisk er det klart at dette vil komplisere kostnadsanalysen noe for finansforetakene da de for å finne ut om en markeds plass er rimeligere per handel, må beregne et forventet handelsvolum som fastavgiften skal fordeles på. Å beregne forventet fremtidig handelsvolum kan imidlertid ikke være en uoverkommelig oppgave for en foretaksgruppe som til daglig utarbeider kompliserte selskapsanalyser. En slik løsning vil heller ikke stride mot ordlyden, selv om andre tolkingsalternativer er mer i tråd med en normal språklig forståelse.

Konklusjonen er at medlemsavgiften på markeds plassen må inngå som kostnader ved den enkelte ordreførelsen.

Tilknytningskostnader

I forlengelsen av problemstillingen over kan det spørres om også andel av første gangs tilknytningskostnader, typisk utgifter i forbindelse med due diligence som skal til for å bli godkjent av markedsplassens clearingsentral, nye datasystemer og lignende, også må inngå som kostnader ved ordreutførelsen.

Ordlyden synes også her å harmonisere best med den forståelsen at disse kostnadene ikke anses for å være en del av utgiftene som påløper ved den enkelte ordreutførelsen. Videre synes ikke de hensynene som ble trukket frem i tilknytning til medlemsavgiften å komme inn like sterkt her. Det kan naturligvis tenkes at en markedsplass vil kunne spekulere i å ta en høy innmeldingsavgift for deretter å ta en svært lav avgift på handel etter dette og slik prøve å “lure” systemet, men i en bransje som dette vil en slik aktør neppe overleve lenge. Tvert imot taler hensynet til en størst mulig konkurranse for at tilknytningskostnadene ikke skal regnes med som utgifter ved utførelsen av ordren. Dersom disse tas med vil det føre til at de handelsplassene som allerede er etablert vil ha et konkurransefortrinn overfor nye markedsplasser. Selv om de nye markedsplassene da tilbyr et bedre produkt, kan tilknytningsutgiftene medføre at de likevel ikke blir ansett som det beste alternativet, selv om de faktisk vil være det på sikt. Dette fører til en ond spiral som gjør at markedsplassen aldri kommer skikkelig i gang fordi den ikke klarer å opparbeide seg en sterk nok posisjon i markedet uten “hjelpen” den får ved at MiFID krever at finansforetakene aktivt orienterer seg om hva som er den markedsplassene som etter foretakets retningslinjer vil gi det beste resultatet ved utførelsen av ordre.

Når formålet med bestemmelsen trekker såpass klart i en retning og ordlyden også drar samme vei må det føre til at tilknytningskostnader ikke teller med i kostnadsberegningen ved vurderingen av hva som er beste resultat ved utførelse av ordre.

Plikt til å være medlem på samtlige markedsplasser?

I og med at tilknytningskostnadene ikke skal telles med i kostnadsberegningen ved vurderingen av hva som er beste resultat blir spørsmålet om finansforetakene plikter å

melde seg inn på samtlige markedsplasser som en gang i blant kan gi beste resultat, selv om tilknytningsavgiftene er svært høye.

Her vil rimelighetsbegrensningen i vphl § 10-12, første ledd, første punktum begrense foretakets plikter. Det er kun tiltak som er “rimelige” som kreves gjennomført. Der hvor tilknytningsavgiftene er uforholdsmessig høye i forhold til volumet som skal omsettes på markedsplassen vil tilknytningen kunne klassifiseres som et urimelig tiltak, og således ikke bli påkrevd. Tilsvarende synspunkt er uttrykt i “Background note” til Nivå 2-direktivet.⁴⁰ Videre uttales det i fortalens nr. 66 til Nivå 2 direktivet at “The obligation under Directive 2004/39/EC to take all reasonable steps to obtain the best possible result for the client should not be treated as requiring an investment firm to include in its execution policy all available execution venues”. Det må imidlertid i denne forbindelse ikke overses at et av hovedformålene bak MiFID direktivet er å åpne opp markedet og innføre konkurranse til de etablerte børsene. Det betyr at dersom en markedsplass vil kunne gi et bedre resultat i en ikke ubetydelig andel av handlene, er terskelen høy for at tilknytningsutgiftene eller andre ulemper ved tilknytning, skal medføre at tilknytning anses som et urimelig tiltak.

Poenget illustreres ved at det uttales i “Background note” til Nivå 2 direktivet at dersom kostnadene ved å knytte seg til en markedsplass vil føre til “a heavy overall increase in fees” er ikke firmaet forpliktet til å knytte seg til den aktuelle markedsplassen.⁴¹ Listen er altså lagt svært høyt for at tilknytningsavgiftene skal være urimelige.

Dette medfører etter min mening, at norske finansforetak vanskelig kan komme unna med å kun være medlem på de klassiske handelsplassene som Oslo Børs. Når for eksempel Chi-X lanserer handel med de største norske aksjene iløpet av første halvår 2008 (de største svenske og finske aksjene er allerede lansert) vil det åpne seg en mulighet for handel som

⁴⁰ Background note side 24.

⁴¹ Background note side 24

ikke kan ignoreres i og med at tilknytningskostnadene til Chi-X er ubetydelige.⁴² NASDAQ OMX har også annonsert en pan-europeisk markedsplass med oppstart i september 2008 hvor norske aksjer vil bli omsatt.⁴³

Særlig med tanke på såkalte aktive ordre, det vil si ordre som øyeblikkelig matches i ordreboken og gir handel vil MHFene gi nye muligheter og utfordringer. Det er klart at det i startfasen vil være dårligere likviditet for såkalte passive ordre, og at disse derfor først og fremst vil bli lagt inn på Oslo Børs, men trolig plikter da finansforetakene å overvåke de alternative handelsplassene slik at dersom det dukker opp en handelsmulighet, plikter de å trekke ordren på Oslo Børs, og utføre den aktivt på for eksempel Chi-X for å overholde sin forpliktelse til å levere beste resultat.

3.1.3 Ved utførelse av kundeordre

Ved tradisjonell handel byr ikke vilkåret om at plikten oppstår *ved utførelsen av kundeordre* på særlige problemer. Plikten til å oppnå beste resultat oppstår ved enhver handel på vegne av kunde.

Det kan etter ordlyden stilles spørsmål om bestemmelsen får anvendelse også i de tilfellene hvor finansforetaket ikke handler på vegne av kunden, men hvor handelen foregår direkte mellom verdipapirforetaket og kunden. “Dealing on quotes” handel illustrerer problemet.

⁴² Chi-X (www.chi-x.co.uk) er en multilateral handelsfasilitet med svært lave kostnader, hvor de som legger inn passive ordre gis en “bonus” på 0,20 bps. Det vil si at for eksempel selger kan legge inn salgsordre på 0,20 bps lavere enn det han kunne tenkt seg å gjøre på eksempelvis Oslo Børs. Aktive ordre belastes med 0,30 bps, så Chi-X tjener penger ved at de sitter igjen med 0,10 bps netto per utført handel. Dette fører til dels til andre spreader enn det som er på Oslo Børs. Aksjene som handles på Chi-X er fortsatt notert på for eksempel Oslo Børs. Handelen på Chi-X krever derfor ikke “flytting” av aksjer fra Oslo Børs til Chi-X. Chi-X står allerede for rundt 10 % av omsetningen av aksjer notert på FTSE 100.

⁴³ Pressemelding fra NASDAQ OMX av 19. mars, <http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=300307>

“Dealing on quotes” er handel hvor verdipapirforetaket gir et tilbud, enten løpende på internett eller et forum, eller direkte til kunde, gjerne som svar på forespørsel om tilbud, om en pris som de er villig til å kjøpe eller selge et finansielt instrument for. Dersom kunden er fornøyd med pristilbudet så sluttes handel med finansforetaket. Finansforetaket har da typisk en kjøper eller selger i bakhånd som er villig til å kjøpe/selge det samme instrumentet for en litt bedre pris enn det finansforetaket var villig til å kjøpe/selge for. Differansen blir da profitten for finansforetaket ved transaksjonene.

Ordlyden i vphl. § 10-12, første ledd, første punktum passer ikke spesielt godt på slik handel. Det kan vanskelig være snakk om noe utførelse av en kundeordre, da en naturlig språklig forståelse av dette innebærer et element av tjenesteyting. Finansforetaket blir instruert til å utføre noe for kunden. Det passer heller ikke godt med tredje punktum som sier at ordren skal utføres i tråd med eventuelle instruksjoner fra kunden. Utførelseelementet er etter min mening ikke-eksisterende ved slik handel. Britiske Financial Services Authority (heretter FSA) var også av den oppfatning av at firmaer som drev med “dealing on quotes” ikke var omfattet av kravet til å frembringe beste resultat.⁴⁴

For det første mente FSA at firmaer som drev med “dealing on quotes” ikke drev med investeringstjenester jfr. Nivå-1 direktivets artikkel 4, første punkt, 2), jfr. den norske vphl. § 2-1, men med en “investeringsaktivitet”.

For det andre mente FSA at finansforetaket ved slik handel ikke utfører noen kundeordre fordi det kun kan foreligge en ordre dersom et firma forplikter å gjøre noe på vegne av klienten.

I og med at det var uenighet vedrørende spørsmålet innenfor CESR, ble spørsmålet videresendt til Kommisjonen.

⁴⁴ FSAs oppfatning er referert i working document ESC-07-2007 på side 1

Kommisjonen uttaler i sitt svar at det følger forutsetningsvis av Nivå-2 direktivets fortale, nr. 69 at slik aktivitet skal regnes som en investeringstjeneste.⁴⁵ Samtidig slår de fast at de ikke anser det hensiktsmessig å legge for stor vekt på hvorvidt det foreligger en *ordre* eller ikke. Dette fordi det fremgår av fortalens nr. 69 at også når et firma handler for egen regning overfor en klient, anses det å foreligge en ordre. Etter kommisjonens oppfatning er det sentrale i vurderingen av om det gjelder et krav til beste resultat hvorvidt ordren utføres *på vegne av kunden*. Kommisjonen viser videre til artikkel 4, første punkt, 5), hvor “Execution of orders on behalf of clients” er definert med vekt på “behalf of clients”. Kommisjonen tolker altså artikkel 21 ved å benytte definisjonen i artikkel 4. Etter min mening er dette lite treffende da ordlyden i artikkel 21, “executing orders”, faktisk er annerledes enn i artikkel 4, “executing orders on behalf of clients”.

Selv om definisjonen i artikkel 4, første punkt, 5), ikke kommer direkte til anvendelse er det nok ikke kontroversielt å hevde at det er et vilkår at ordren skal utføres på vegne av en klient for at kravet til beste resultat skal komme til anvendelse. Det gir ikke god mening å kreve beste resultat dersom en ordre utføres for egen regning. Det er også Kommisjonens konklusjon at *på vegne av kunden* er helt sentralt når det gjelder konseptet “beste resultat”.

Kommisjonen uttaler videre at Nivå-1 fortalens nr. 33 gir en viss forklaring på konseptet om utførelse av ordre *på vegne av kunden*. De begrunner dette med at fortalen antyder at plikten typisk vil forekomme der “‘contractual or agency’ obligations are owed by the firm to the client”. Hvordan de mener at dette gir særlig veiledning til spørsmålet om ordren er utført på vegne av kunden eller ikke, er etter min mening ikke helt klart. Også ved handel som ikke er på vegne av, men *med* en kunde, vil jo foretaket ha en kontraktsmessig forpliktelse overfor denne kunden. Trolig mener Kommisjonen at det avgjørende er hvorvidt finansforetaket har en forpliktelse overfor kunden når det gjelder kvaliteten på selve utførelsen av ordren. Dette leder imidlertid til et sirkelresonnement. Der hvor det foreligger en forpliktelse overfor kunden vedrørende kvaliteten på ordreutførelse er jo dette

⁴⁵ Working document ESC-07-2007

typisk forpliktelsen til å levere beste resultat, men dette sier ingenting om når denne plikten faktisk oppstår, som er det egentlige spørsmålet.

Dersom Kommisjonens vilkår for når kravet til beste resultat trer i kraft legges til grunn, må utgangspunktet være at “dealing on quotes”-handel ikke omfattes da det er klart at slik handel ikke er *på vegne av* kunde. Dette harmoniserer etter min mening dårlig med Nivå-2 direktivets fortale nr. 69. Det står uttrykkelig i første punktum i fortalens nr. 69 at egenhandel med kunder må følge kravene om beste resultat. Det må også følge forutsetningsvis av andre punktum at “dealing on quotes”-handel er ment å være omfattet av kravet til å frembringe beste resultat. Kommisjonen skriver i sitt svarbrev at de er av den oppfatning av at Nivå-1 fortalens nr. 33 innskrenker området for Nivå-2 direktivets fortale nr. 69 til kun de tilfeller hvor verdipapirforetaket handler *på vegne av kunden*. Dette kan ikke være riktig. Nivå-1 fortalens nr. 33 er ment å si noe om hvilket foretak som har ansvaret for beste resultat overfor kunden i de tilfellene hvor handelen skjer gjennom flere ledd, typisk der et meglerhus ikke har tilgang til den beste markedsplassen hvorpå de derfor må sende ordren til et annet meglerhus for utførelse for å frembringe beste resultat. I disse tilfellene følger det av fortalens nr. 33 at det er det firmaet som har kontrakten med kunden som er ansvarlig for at beste resultat oppnås, ikke det utførende foretaket. Ordlyden til fortalens nr. 33 bruker ikke “på vegne av kunden” som noe vilkår. Jeg kan da vanskelig se hvordan Nivå-1 fortalens nr. 33 skal innskrenke den klare forutsetning som Nivå-2 direktivets fortale nr. 69, andre punktum hviler på, nemlig at “dealing on quotes”-handel også omfattes av kravet til beste resultat.

Jeg kan heller ikke se at ordlyden er klar nok til å innskrenke den klare uttalelsen i nivå-2 direktivets fortale nr. 69. Selv om ordlyden kanskje mest naturlig forstås slik at det må dreie seg om utførelse av orde på vegne av kunde, og selv om artikkel 21 er på et høyere trinn enn nivå-2 fortalen, er ordlyden i artikkel 21 svært generell, og det er ikke vanskelig å gi den et slikt innhold som fremgår av fortalens nr. 69. Formålet med bestemmelsen taler etter min mening også for at “dealing on quotes” omfattes av kravet til beste resultat. Den mer uerfarne kunde vil trolig ikke tenke over at han ved slik handel bedriver en annen form

for handel enn vanlig aksjehandel. Da er det svært uheldig at regelsettene som anvendes er forskjellige. Dette vil også kunne utnyttes av useriøse aktører og det vil i stor grad hindre at verdipapirmarkedet for den integritet som MiFID prøver å oppnå.

MiFID regelverket drar derfor etter min mening i retning av at “dealing on quotes” handel er omfattet av kravet til beste resultat. Formålet bak den norske bestemmelsen drar også i samme retning. Ordlyden er etter min mening også tilstrekkelig lite klar til at det kan forsvares å legge avgjørende vekt på MiFID og formålet bak. Konklusjonen er derfor at “dealing on quotes” handel omfattes av kravet til beste resultat.

3.1.4 Spesifikke instruksjoner

Det følger av vphl. § 10-12, første ledd, andre punktum at dersom kunden har gitt spesifikke instruksjoner skal ordren utføres i tråd med disse. Der disse spesifikke instruksjonene fører til at det ikke oppnås et best mulig resultat taler ordlyden for at ordren likevel skal utføres i tråd med instruksjonene. Tilsvarende er uttalt i forarbeidene.⁴⁶ Konklusjonen er derfor at verdipapirforetaket i utgangspunktet plikter å utføre ordren i tråd med en spesifikk instruksjon, selv om dette fører til at beste resultat ikke oppnås.

Når foreligger det en “spesifikk instruksjon”?

Deretter blir spørsmålet hva som skal til for at det foreligger en “spesifikk instruksjon” fra kunden.

Det første som kan utledes fra ordlyden er at instruksjonen må komme *fra* kunden. Et verdipapirforetak kan ikke komme seg unna sin forpliktelse til å oppnå beste resultat ved å eksempelvis nedtegne visse spesifikke instruksjoner i sin generelle kundekontrakt som kunden deretter underskriver. Videre følger det av avsnitt 66 i Nivå-2 direktivets fortale at

⁴⁶ Ot. Prp. Nr. 34 2006-2007 punkt 7.5.3 og 7.5.5

finansforetaket ikke, verken eksplisitt eller implisitt, skal forlede deres kunder til å gi en spesifikk instruksjon som trolig vil ha som virkning at beste resultat ikke oppnås.

Fortalen kan etter min mening ikke tolkes antitestisk slik at det vil være anledning til å oppfordre kundene til å gi spesifikke instruksjoner som finansforetaket regner med vil gi beste resultat. En slik oppfordring vil nemlig kun ha som formål å dekke finansforetakets rygg dersom beste resultat nettopp ikke oppnås. Finansforetaket skal jo i utgangspunktet oppnå beste resultat på eget initiativ, det er da unødvendig å råde kunden til å gi en spesifikk instruks som nettopp har som formål å oppnå dette. Dette må likevel ikke tolkes slik at det ikke er anledning til å rådføre seg med kunden, men finansforetaket kan ikke fri seg fra beste resultat forpliktelsen ved å legge beslutningen til kunden.

Instruks på deler av kundeordren

Neste spørsmål er om en spesifikk instruks på deler av kundeordren fritar finansforetaket fra kravet til beste resultat i sin helhet, eller om finansforetaket fortsatt plikter å utføre alle rimelig tiltak for å oppnå beste resultat med de eventuelle begrensninger som følger av instruksen.

Verken ordlyden i loven eller forskriften gir noe klart svar på dette. Det fremgår imidlertid av forarbeidene⁴⁷ til forskriften at en instruks kun fritar finansforetaket på det området og i den utstrekning instruksene gjelder. Denne tolkingen følger også av avsnitt 68 i Nivå-2 direktivets fortale. Finansforetaket plikter derfor å oppnå beste resultat ved de andre aspektene av ordren.

Formkrav

Det er ingen formkrav til hvordan instruksene skal meddeles finansforetaket. "Spesifikke" knytter seg til selve instruksene, ikke hvordan den meddeles. Det er således ikke utenkelig at en instruks kan gis uten at den uttrykkelig uttales. For eksempel der hvor det foreligger et

⁴⁷ Høringsnotat og utkast til forskrift om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-forskriften) utarbeidet av Kredittilsynet s. 27

langvarig kundeforhold mellom en megler og en investor hvor investoren alltid vil ha sine ordre utført på en spesiell måte. Det kan da ikke være nødvendig at han må gjenta dette hver eneste gang.

Plikt til å frarå

Det følger av forskriftens § 10-27 at det skal være en advarsel i retningslinjene for ordreutførelse om at spesifikke instruksjoner kan medføre at beste resultat ikke kan oppnås, men det er ikke noe krav i vphl. § 10-12 eller i forskriften om at finansforetaket plikter å fraråde kunden å gi en instruks dersom denne vil føre til at beste resultat ikke kan oppnås i det enkelte tilfellet. En slik plikt vil imidlertid i noen tilfeller kunne utledes av vphl. § 10-11 om god forretningsskikk.

I særlig graverende tilfeller er det heller ikke utelukket at finansforetaket kan bli erstatningsansvarlig for eventuelt tap for kunden på bakgrunn av de relativt strenge erstatningsrettslige reglene om rådgivningsansvar.⁴⁸

3.1.5 Kvalifiserte motparter

Det viktigste unntaket fra kravet til beste resultat er trolig unntaket som gjelder overfor “kvalifiserte motparter”, jfr. vphl § 10-14. Det følger av første ledd at verdipapirforetak som har tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-1, første ledd, nummer 1-3, kan bringe i stand eller inngå transaksjoner med kvalifiserte motparter uten å overholde de krav som stilles i §§ 10-11 til 10-13 første ledd i forbindelse med disse transaksjonene eller tilknyttede tjenester som er direkte knyttet til disse transaksjonene. Det er her svært viktig å presisere at “kvalifiserte motparter” er noe annet enn en “profesjonell kunde” jfr. forskriftens §§ 10-1 til 10-3. Alle “kvalifiserte motparter” er i utgangspunktet “profesjonelle kunder”, men ikke alle “profesjonelle kunder” er “kvalifiserte motparter”.

⁴⁸ Se eksempelvis Rt. 2000 s. 679.

Det er uttrykkelig uttalt i forskriftens § 10-7, fjerde ledd, siste setning at unntaket kun gjelder de tjenester som er oppregnet i vphl. § 2-1, første ledd, nummer 1-3.

Hvem som skal regnes som kvalifiserte motparter er oppregnet i vphl § 10-14, andre ledd samt i forskriftens § 10-3: verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, forsikringsselskap, verdipapirfond og forvaltningsselskap for slike fond, pensjonskasser og forvaltningsselskap for slike kasser, andre finansinstitusjoner, foretak som nevnt i § 9-2 annet ledd nr. 7 til 9 og offentlige myndigheter, inkludert sentralbanker og overnasjonale organisasjoner.

Offentlige myndigheter

“Offentlige myndigheter” er uklart og har til dels flytende grenser. Kjernen av begrepet er staten med tilhørende departementer. Regionale og lokale myndigheter som fylkeskommuner og kommuner går som regel også inn under begrepet offentlige myndigheter. Ordlyden tyder derfor på at regionale og lokale myndigheter skal defineres som kvalifisert motpart.

Formålet med bestemmelsen taler imidlertid mot en slik forståelse. Unntaket er der for å hindre at svært profesjonelle aktører må forholde seg til en masse unødvendig papirarbeid. Norske småkommuner har ikke den kompetanse som det forutsettes at andre kvalifiserte motparter har. De trenger derfor den beskyttelsen de får gjennom blant annet vphl. § 10-12.⁴⁹

Løsningen synes heller ikke å være i tråd med Nivå-1 direktivet. Nivå-1 direktivets artikkel 24 har i sin oppregning av hva som regnes som kvalifiserte motparter kun tatt med nasjonale myndigheter (“national governments” i den engelske versjonen, “nationale regeringer” i den danske), ikke regionale. Angivelsen av “nasjonale” istedenfor “offentlig myndigheter” kan naturligvis forstås slik at det avgrenses mot internasjonale myndigheter, men sett i sammenheng med MiFIDs definisjon av profesjonelle kunder, hvor regionale

⁴⁹ Noe som illustreres av Terra-saken.

myndigheter er tatt inn i tillegg til nasjonale, synes det imidlertid som om det er regionale, ikke internasjonale myndigheter det er avgrenset mot. Det er derfor mest i samsvar med MiFIDs bestemmelse om kvalifiserte motparter å tolke “offentlige myndigheter” innskrenkende slik at regionale og lokale myndigheter ikke omfattes.

Problemet ved en slik tolking er at det norske lovverket, i motsetning til MiFID, har bygget definisjonen av “profesjonelle kunder” på sin definisjon av kvalifiserte motparter, jfr. forskriftens § 10-2. Dersom regionale og lokale myndigheter ikke skal regnes som kvalifiserte motparter, noe som synes å være løsningen etter MiFID, vil de heller ikke regnes som “profesjonelle kunder” etter forskriftens § 10-2. Dette kan være i strid med MiFID som i sin definisjon av “profesjonelle kunder” i Nivå-1 direktivets bilag II, I, 3), blant annet nevner “regionale regjeringer”.

Det fremgår av EU’s offisielle “Q&A” angående MiFID at regionale regjeringer er noe annet enn lokale regjeringer⁵⁰. Det kan også vises til direktiv 2003/71/EC hvor det vises til regionale og lokale myndigheter. Dette direktivet er riktignok ikke MiFID relevant, men er likevel såpass nytt at innholdet av begrepene trolig ikke har endret seg. Dersom det skal skilles mellom regionale og lokale myndigheter, harmoniserer det best med en naturlig språklig forståelse å karakterisere kommunene som lokale og fylkeskommunene som regionale.

En slik tolking er imidlertid ikke i tråd med formålet bak MiFIDs definisjon av profesjonelle kunder. Fylkeskommunene sitter neppe med noen større kompetanse enn det kommunene gjør når det gjelder finansielle investeringer, og begge er nok svært langt unna den typiske profesjonelle kunden. MiFIDs bestemmelse om at regionale regjeringer skal karakteriseres som profesjonelle kunder er nok først og fremst skrevet med blant annet de store tyske delstatene (“Länder”) i tankene. Videre vil det å kategorisere fylkeskommunene som profesjonelle kunder stikke seg ganske markant ut i forhold til de andre kategoriene av

⁵⁰ “Your questions on MiFID - Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures - Questions and answers” spørsmål 83.

profesjonelle kunder. Det kan heller ikke være særlig i samsvar med hensynene bak MiFID, som blant annet skal gi bedre beskyttelse av investorene. Etter min mening er derfor MiFIDs løsning at heller ikke fylkeskommunene skal regnes som profesjonelle kunder.

Slik den norske loven og forskriften er formulert må det altså foretas en innskrenkende fortolkning av “offentlige myndigheter” for å komme i tråd med MiFID.

Norges Bank gir i sitt høringsbrev⁵¹ uttrykk for at de tolker MiFIDs Nivå-1 direktiv slik at kommuner ikke automatisk skal regnes som kvalifiserte motparter, men at den norske bestemmelsen gjør dette. Departementet sier seg enig denne tolkingen av MiFID. De viser deretter til lovforslagets § 10-14 annet ledd som de sier slår fast at “nasjonale myndigheter med tilhørende institusjoner, herunder offentlige organer som forvalter statsgjeld, sentralbanker og overnasjonale organisasjoner alltid skal regnes som kvalifiserte motparter.” Deretter uttaler departementet at “[i] likhet med Norges Bank antar departementet at kommuner ikke omfattes av denne gruppen av kvalifiserte motparter”⁵². Problemet er bare at lovforslaget⁵³ ikke bruker formuleringen “nasjonale myndigheter med tilhørende institusjoner”, det viderefører NOU’ens forslag⁵⁴ som bruker “offentlige myndigheter”. Hva departementet egentlig har ment er det vanskelig å svare på. Den forklaringen som etter min mening gir mest fornuft er at departementet har ment å bruke formuleringen “nasjonale myndigheter med tilhørende institusjoner”, men at denne ved en feil ikke har kommet med i lovforslaget.

Løsningen er av problemstillingen er uklar. Dersom presumsjonsprinsippet legges til grunn, taler mye for at “offentlige myndigheter” tolkes innskrenkende slik at verken kommunen eller fylkeskommunen regnes som kvalifiserte motparter, og dermed heller ikke som profesjonelle kunder. Da denne løsningen også synes best i tråd med reelle hensyn samt

⁵¹ Ot. Prp. Nr. 34 2006-2007 punkt 7.7.4.

⁵² Ot. Prp. Nr. 34 2006-2007 punkt 7.7.5. tredje avsnitt

⁵³ Ot. Prp. Nr. 34 2006-2007 “Forslag til lov om verdipapirhandel” § 10-14, annet ledd.

⁵⁴ NOU 2006 nr. 3, punkt 10.1, § 10-18, annet ledd.

formålet bak kundekategoriseringen og heller ikke direkte strider mot ordlyden, selv om det ikke er den mest nærliggende språklige forståelsen, må dette etter min mening være den riktige tolkingen av “offentlige myndigheter” i § 10-14, andre ledd.

Kvalifiserte motparter jfr. forskriftens § 10-3, første ledd.

Forskriftens § 10-3, første ledd gir anvisning på noen kunder som også skal klassifiseres som kvalifisert motpart. Det følger av første ledd at profesjonelle kunder som nevnt i forskriftens § 10-2, bokstav b skal regnes som kvalifisert motpart. Dette er juridiske personer med betydelig økonomisk styrke. De må oppfylle to av følgende tre krav: regnskapsmessig balanse på minst 20.000.000 euro, årlig netto omsetning på minst 40.000.000 euro og egenkapital på minst 2.000.000 euro. Både valutasvingninger og variasjoner i omsetning kan gjøre at et firma et år er over grensene, mens de et annet år er under. Det følger i disse tilfellene av forskriftens § 10-1, femte ledd, at profesjonelle kunder er ansvarlige for at verdipapirforetaket holdes løpende underrettet om enhver endring som vil kunne påvirke deres klassifisering. Videre skal verdipapirforetaket treffe passende forholdsregler dersom det blir kjent med at kunden ikke lenger oppfyller vilkårene for å bli kategorisert som profesjonell kunde, og dermed også kvalifisert motpart. Passende forholdsregler vil i disse tilfellene måtte være “degradering” til ikke-profesjonell og dermed ikke lenger kvalifisert motpart.

Forskriftens § 10-3, 2. ledd

Det følger av forskriftens § 10-3, andre ledd at juridiske personer som oppfyller minst to av tre kriterier som nevnt i forskriftens § 10-4 kan be om å bli behandlet som en kvalifisert motpart.

Transaksjon av betydelig størrelse

Første kriteriet er at kunden har foretatt “transaksjoner av betydelig størrelse” på det relevante marked gjennomsnittlig ti ganger pr. kvartal det siste året. Spørsmålet blir hva som skal til for at en transaksjon er av “betydelig størrelse”.

Hva som kan regnes å være en transaksjon av en betydelig størrelse vil naturlig nok variere alt etter som hvilket marked det dreier seg om. Det skal også huskes på at selv om transaksjonen skal være av en betydelig størrelse, dreier det seg om transaksjoner hvor kravet er at det gjennomsnittlig utføres mer enn 10 slike transaksjoner i kvartalet, det vil si 40 transaksjoner i året. I forhold til for eksempel Oslo Børs er det umulig å angi noen fast beløpsgrense for hva som vil være en transaksjon av “betydelig størrelse”.

Grunnen til at “betydelig størrelse” ikke kan defineres med en konkret sum, er at markedene er forskjellige, og at de forskjellige instrumentene har til dels svært varierende egenskaper og risiko. Det som for eksempel vil være en ubetydelig handel av aksjer i StatoilHydro, vil kunne være et helt oppkjøp av et mindre firma. Videre vil det vekke betydelig mer oppsikt dersom noen setter 10 millioner kroner i “International Gold Exploration”-aksjer enn i StatoilHydro-aksjer. Det sentrale i vurderingen av om kunden har utført et tilstrekkelig antall ordre av tilstrekkelig størrelse, blir da etter min mening om kundens ordre er av en slik art at den ligger i det øvre sjiktet av hva som er normal handel i den konkrete aksjen. Det er imidlertid ingen grunn til å være for firkantet i anvendelsen av vilkåret da det uansett etter forskriftens § 10-5, tredje ledd skal gjøres en konkret vurdering av hvorvidt kunden har den nødvendige erfaring, kunnskap og ekspertise til å regnes som profesjonell kunde. Det er i en viss grad en “bukken og havresekken” situasjon i og med at verdipapirforetakene nok ønsker flest mulige profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter, men det synes ikke å være noen annen praktisk mulig løsning enn at det er verdipapirforetakene som gjør klassifiseringen.

Størrelse på finansiell portefølje

Det andre vilkåret setter krav til at størrelsen på kundens finansielle portefølje (kontantbeholdning og finansielle instrumenter) skal overstige 500.000 euro.

Arbeidserfaring fra finansiell sektor

Neste vilkår er at kunden skal arbeide eller ha arbeidet innen finansiell sektor i minst ett år i stilling som krever kunnskap om de transaksjoner eller investeringstjenester som kunden

ønsker å være profesjonell i forhold til. Dette reiser et særlig spørsmål i forhold til å bli regnet som kvalifisert motpart da det kun er “juridiske personer”, det vil si selskaper, som kan bli kvalifiserte motparter ved at de oppfyller 2 av 3 vilkår i forskriftens § 10-4. Et selskap kan vanskelig sies å arbeide eller ha arbeidet innen finansiell sektor.

Løsningen må være at kravet knytter seg til den som foretar investeringene på vegne av firmaet. Dersom denne personen skulle slutte i firmaet, og den som overtar ikke innehar tilsvarende kompetanse, oppfylles ikke lenger vilkåret, og firmaet skal “degraderes”.

Forskriftens § 10-4, første ledd, (c)

§ 10-4, første ledd, (c), stiller etter sin ordlyd to krav utover tidskravet til den tidligere yrkeserfaringen. For det første må det dreie seg om stilling innenfor “finansiell sektor”, for det andre må det dreie seg om stilling som “krever kunnskap om de relevante transaksjoner eller investeringstjenester”.

Første vilkår - “Finansiell sektor”

“Finansiell sektor” må etter sin ordlyd forstås som banker, meglerhus og andre foretak som har som hovedvirksomhet å yte finansielle tjenester. Bestemmelsen ekskluderer med andre ord personer som for eksempel har vært investeringsdirektør i store industrielle bedrifter som Aker Kværner og lignende. Det kan stilles spørsmålstegn ved hvor hensiktsmessig dette er da dette som regel vil være personer med betydelige kunnskaper, men ordlyden er klar, og da “finansiell sektor” hadde ikke trengt å stå i lovteksten, synes løsningen relativt sikker. Spørsmålet er heller ikke viet oppmerksomhet i forarbeidene eller noen av EU-kildene.

Andre vilkår – Stilling som krever kunnskap om de relevante transaksjonene

Det andre vilkåret er at innehavet av stillingen krever kunnskap om de relevante transaksjonene eller investeringstjenestene. Den mest naturlige tolkingen av dette vil være at stillingen innebærer befatning med de aktuelle transaksjonstypene eller investeringstjenestene. Hvorvidt dette er rådgivning eller handel eller annen befatning vil

neppe spille noen rolle. Det avgjørende må være at personen har hatt en stilling hvor man jevnlig har arbeid knyttet til de forskjellige instrumentene, og at personen gjennom denne stillingen har opparbeidet seg erfaring, særlig med hensyn til instrumentenes risikoprofil.

Vurdering av skikkethet

Kunder som blir behandlet som kvalifiserte motparter fordi de oppfyller vilkårene i forskriftens § 10-4 gjennomgår ingen tilsvarende generell vurdering som det som foretas ved overgangen fra ikke-profesjonell til profesjonell, jfr. § 10-5, tredje ledd. I og med at kunden allerede er vurdert som kompetent nok til å være profesjonell, vil en profesjonell kunde som søker å bli omklassifisert til kvalifisert motpart sitte på såpass høy kompetanse at det ikke er noen grunn til å foreta en ny vurdering av dennes skikkethet. Det eneste som kreves er at verdipapirforetaket skal innhente uttrykkelig bekreftelse fra kunden hvor vedkommende samtykker i å bli behandlet som kvalifisert motpart jfr. forskriftens § 10-3, tredje ledd. I de tilfeller hvor kunden nettopp har søkt om å bli behandlet som kvalifisert motpart skulle ikke det by på noen problemer.

Av ordlyden i forskriftens § 10-3, tredje ledd følger det tilsynelatende at denne gjelder også for de selskapene som i utgangspunktet er kvalifiserte motparter. Det følger imidlertid av forarbeidene til forskriften at tredje ledd kun er ment å komme til anvendelse overfor kunder som gjennom omklassifisering gir avkall på deler av investorbeskyttelsen⁵⁵. Det samme synes også å følge av Nivå-1 direktivets artikkel 24, punkt 3, andre ledd.

Kvalifiserte motparters rett til å kreve høyere beskyttelsesgrad

Virkningene av å bli klassifisert som kvalifisert motpart er som tidligere nevnt blant annet at kravene i vphl §§ 10-11, 10-12 og 10-13 første ledd ikke gjelder. Ordlyden i vphl § 10-14, tredje ledd tyder imidlertid på at disse likevel skal gjelde overfor en kvalifisert motpart dersom den anmoder verdipapirforetaket om dette.

⁵⁵Høringsnotat og utkast til forskrift om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-forskriften) utarbeidet av Kredittilsynet s. 23

Denne løsningen synes også å følge av ordlyden til Nivå-1 direktivets artikkel 24, annet punkt, annet ledd. Spørsmålet er om verdipapirforetaket har anledning til å nekte å etterkomme ønske om høyere beskyttelse.

Det følger forutsetningsvis av Nivå-2 direktivets artikkel 50, annet punkt, første ledd at et verdipapirforetak har anledning til å nekte slik anmodning. Denne forståelsen er også bekreftet i EU's offisielle Q&A om MiFID.⁵⁶

Det britiske FSA gir også i sin publikasjon "Implementing MiFID's Client Categorisation requirements", under punkt 2.16 generelt, og på side 50 under "Annex 3" spesielt, klart uttrykk for at de er av den oppfatning at verdipapirforetaket kan nekte å etterkomme en kvalifisert motparts ønske om å bli behandlet som en profesjonell part. Publikasjonen er riktignok fra august 2006, men den synes fulgt opp i "FSA Handbook" av november 2007 under punkt 3.3.2.

Standpunktet følger for så vidt også av at det ikke er noen alminnelig kontraheringsplikt i norsk rett. Et selskap trenger ingen "god grunn" for å la være å inngå en avtale. Slik vil et verdipapirforetak kunne la være å inngå avtaler med andre enn kvalifiserte motparter.

Konklusjonen blir derfor at kvalifiserte motparter reelt sett ikke kan tvinge seg til en høyere grad av beskyttelse.

3.2 Effektive systemer, prosedyrer og ordninger

3.2.1 Krav til systemer, prosedyrer og ordninger

Det følger av vphl. § 10-12, annet ledd at verdipapirforetakene plikter å ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre etterlevelse av kravet til best mulig resultat.

⁵⁶ "Your questions on MiFID - Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures - Questions and answers" spørsmål 202.

Det viktigste virkemiddelet som verdipapirforetakene plikter å ha i den sammenheng er deres retningslinjer for utførelse av kundeordre. Disse vil bli nærmere behandlet i punkt 3.3.

Bestemmelsen stiller krav til hvordan verdipapirforetaket praktisk utfører sin virksomhet. I kjølvannet av at MiFID åpner opp markedet for nye markedsplasser, og at norske meglerhus ikke lenger nødvendigvis kan nøye seg med å drive handel på dagens børser, vil kravet til beste resultat stille nye krav til de systemer et verdipapirforetak har. Først og fremst i forhold til hvordan de utfører ordren, men også i forbindelse med at de skal dokumentere at de har valgt den riktige markedsplassen og med det har oppnådd beste resultat for kunden. Dokumentasjonskravet blir nærmere omtalt i punkt 3.2.3.

Der det ved en ordre i dag kun er én aktuell markedsplass, vil det kanskje om et års tid være tre-fire store, og et tyvetalls mindre markedsplasser som omsetter akkurat den samme aksjen på til dels forskjellige vilkår, og med forskjellige potensielle motparter. Det vil for en vanlig megler trolig bli helt til enhver tid ha å full oversikt over alle ordrebøkene på de forskjellige markedsplassene, noe som vil gjøre at megleren kan gå glipp av potensielle handler for sin klient. Det har derfor meldt seg et behov for såkalte “Smartroutere”.⁵⁷

En smartrouter driver med kontinuerlig overvåkning av samtlige markedsplasser som den har tilgang til. Dersom en kundeordre kommer inn til megler og øyeblikkelig kan føre til handel på en markedsplass, vil smartrouteren automatisk matche ordren. Dette er i og for seg ikke nytt, og kunne vært utført av en megler uten assistanse av et slikt redskap. Det spesielle med disse routerene er at dersom handel ikke kan utføres i det øyeblikket ordren kommer inn, vil ordren bli lagt ut på den mest likvide markedsplassen, eller den markedsplassen som best passer med de parametrene som følger av selskapets retningslinjer for ordregjennomføring. Smartrouteren vil deretter kontinuerlig overvåke alle markedsplassene, slik at dersom det skulle dukke opp en handelsmulighet på en av de

⁵⁷ “Smartroutere” er et begrep som er brukt av Instinet i deres execution policy, Landsbanki | Kepler bruker “Smart Order Router” om en tilsvarende innretning.

mindre likvide markedsplassene vil routeren automatisk flytte ordren dit og gjennomføre handelen, noe som vil gi best resultat for kunden. En slik kontinuerlig overvåking av mange markedsplasser med mange forskjellige ordre, ville vært helt umulig for en megler uten et slikt hjelpemiddel. Grunnen til at behovet ikke har vært så stort tidligere er at de fleste aksjer kun har vært omsatt på ett sted, eksempelvis på Oslo Børs. Dersom den også har vært omsatt andre steder, har det gjerne vært i annen valuta og/eller i annen tidssone slik at handel av andre årsaker ikke har vært spesielt aktuelt.

Mye taler derfor for at meglerhusene, for å tilfredsstille kravet til beste resultat, blir nødt til å investere i smartrouter systemer på det tidspunktet hvor de ikke lenger kun kan forholde seg til handel på én markedsplass. I og med at Chi-X lanserer handel med norske aksjer i første halvdel av 2008, og flere andre markedsplasser er i oppstartsfasen, vil behovet snart oppstå.

Når er et system for ineffektivt?

Et spørsmål som vil kunne dukke opp i praksis er spørsmålet om hvor ineffektivt et system må være før det ikke lenger tilfredstiller kravet i vphl. § 10-12, annet ledd.

§ 10-12, annet ledd bygger på nivå-1 direktivets artikkel 21, annet punkt. Forarbeidene til loven går ikke noe nærmere inn på hva som skal ligge i kravet til at systemene, prosedyrene og ordningene skal være effektive. Temaet er heller ikke nevnt i fortalen til nivå-1 direktivet. Vphl. § 10-12 er først og fremst et krav om at beste resultat skal oppnås. Annet ledd er på sett og vis beskrivelsen av hvordan dette oppnås. Det gir dårlig mening dersom dette skal anses som et selvstendig vilkår. Det sentrale, og formålet bak bestemmelsen, er at systemene, prosedyrene og ordningene til slutt skal føre til beste resultat. Dersom finansforetaket har systemer, prosedyrer og ordninger som faktisk fører til beste resultat må dette være tilstrekkelig. Samtidig vil manglende oppnåelse av beste resultat nettopp som regel skyldes at systemene, prosedyrene eller ordningene ikke er effektive nok. Et system

er etter min mening ikke effektivt nok etter § 10-12, annet ledd dersom beste resultat ikke lenger oppnås, og årsaken til dette kan spores tilbake til systemet.

3.2.2 **Kontroll**

Det følger av vphl § 10-12, femte ledd at verdipapirforetakene skal kontrollere de ordningene som er etablert i henhold til annet ledd for å avdekke og utbedre eventuelle svakheter. femte ledd er gitt på bakgrunn av Nivå-1 direktivets artikkel 21 punkt fire og er i det vesentligste en ren oversettelse av denne. Selv om det kun er “ordninger” som er nevnt her, kan det ikke være særlig tvil om at dette også omhandler systemene og prosedyrene som nevnt i annet ledd.

Kontrollen vil typisk innebære at finansforetaket med jevne mellomrom tar stikkprøver hvor flere ordre følges fra de mottas til de er ferdig utført. I stikkprøvene må det for det første undersøkes om ordrene er utført i tråd med retningslinjene, og om de er behandlet på lik måte. Dersom dette ikke er tilfellet må årsaken til at de ikke er utført i tråd med retningslinjene, eller at de er behandlet forskjellig, finnes, slik at finansforetaket kan få rettet opp dette. Deretter må det vurderes hvorvidt ordrene har oppnådd beste resultat i det enkelte tilfellet. Dersom retningslinjene er fulgt, og beste resultat allikevel ikke er oppnådd, må retningslinjene justeres slik at beste resultat kan oppnås.

Det følger av forskriftens § 10-27 at finansforetaket årlig skal vurdere selskapets retningslinjer for ordreutførelse, herunder foretakets systemer, prosedyrer og ordninger for ordreutførelse. Dersom kun det norske lovverket leses, er den mest naturlige forståelsen at denne vurderingen av foretakets systemer, prosedyrer og ordninger er den samme som kontrollplikten etter vphl. § 10-12, femte ledd. Det innebærer at finansforetaket kun plikter å utføre en slik undersøkelse én gang i året, med mindre det skjer en endring som har betydning for foretakets evne til å oppnå det best mulige resultatet.

Vphl. § 10-12, femte ledd bygger, som nevnt, på Nivå-1 direktivets artikkel 21, punkt fire. Forskriftens § 10-27 bygger på Nivå-2 direktivets artikkel 46, første punkt. Det er ingenting

i forarbeidene som tilsier at det er ment noe annet enn å innføre den samme regelen i Norge som den som følger av MiFID. Forskjellen mellom Nivå-1 direktivets artikkel 21, punkt fire og Nivå-2 direktivets artikkel 46, første punkt er i den engelske versjonen at Nivå-1 bruker uttrykket “monitor” mens Nivå-2 bruker uttrykket “review”. Ordlyden taler derfor for at Nivå-1 artikkelen og Nivå-2 artikkelen beskriver til dels forskjellige kontrollmekanismer. Der “monitor” etter sin ordlyd har mer karakter som en slags løpende overvåkning, vil “review” etter sin ordlyd mer typisk være en grundigere gjennomgang. At det er forskjell mellom Nivå-1s “monitor” og Nivå-2s “review” synes også å være den oppfatningen som CESR gir uttrykk for i sitt Q&A angående beste resultat.⁵⁸ Videre er “monitor” i Nivå-2 direktivets artikkel 45, punkt seks er oversatt til “overvåke” i forskriftens § 10-26, femte ledd. Det skal i utgangspunktet ikke være noen forskjell vedrørende kontrollrutinene for foretak som driver med aktiv forvaltning og mottak og formidling av ordre og foretakene som er regulert av vphl. § 10-12. Ordlyden i forskriftens § 10-26, femte ledd støtter således at “kontroll” i vphl. § 10-12 er noe annet enn “vurdere” i forskriftens § 10-27.

Kontrollplikten etter vphl. § 10-12, femte ledd er da en løpende kontroll av ordreutførelsen som først og fremst skal kontrollere at ordrene blir behandlet i samsvar med foretakets egne retningslinjer. Kontrollplikten innebærer neppe noen plikt til ta stilling til om eventuelle nye systemer kunne ha gjort en noe bedre jobb, eller andre mer omfattende endringer så lenge beste resultat per dags dato oppnås.

Vurderingsplikten som følger av forskriftens § 10-27, er således et krav til en grundigere undersøkelse av retningslinjene samt systemene, prosedyrene og ordningene som foretaket bruker som midler til å oppnå beste resultat. Undersøkelsen må foretas minimum én gang i året, samt at den må skje dersom det skjer en “endring av betydning for foretakets fortsatte evne til å oppnå det beste mulige resultat”. “Betydning” kan her forstås enten som et krav til hendelsen eller et krav til at det skal ha betydning for foretakets evne til å oppnå beste

⁵⁸ CESR/07-320, side 13, punkt 23 og 24.

resultat med de nåværende ordninger. En ren språklig analyse av setningen trekker etter min mening i retning av at det skal ha betydning for foretakets evne til å oppnå beste resultat. Det følger imidlertid direkte av ordlyden til Nivå-2 direktivets artikkel 46, første punkt, annet ledd at betydelig viser tilbake til hendelsen (“whenever a material change occurs”), ikke til foretakets evne. Spørsmålet som umiddelbart oppstår er når en hendelse kan sies å være “material”.

Dette er umulig å svare generelt på, men det avgjørende for om det må foretas en undersøkelse, må være om det er grunn til å tro at foretakets evne til å levere beste resultat er endret. En hendelse kan være så betydelig som bare det, men dersom den ikke har innvirkning på foretakets evne til å levere beste resultat, kan jeg vanskelig se at det skal være nødvendig å foreta en grundig undersøkelse av retningslinjene på grunn av hendelsen. Samtidig vil selv den minste hendelse som har betydning for foretakets evne til å levere beste resultat nettopp være av en slik betydning at foretaket må gå inn å undersøke hvordan retningslinjene kan endres, slik at det igjen kan levere beste resultat. Kravet om at hendelsen skal være betydelig er derfor overflødig, da selv den minste hendelse som endrer foretakets evne til å levere beste resultat vil måtte føre til at retningslinjene endres. Dersom dette ikke skjer leverer ikke foretaket beste resultat, og da er ordreutførelsen i strid med vphl. § 10-12, første ledd.

Undersøkelsen etter forskriftens § 10-27 skal være grundigere enn den løpende kontrollen. Her må verdipapirforetaket gå igjennom rutinene sine og se om det er noe som kan endres til det bedre, for eksempel kan det ha dukket opp nye programmer til å utføre handel, det kan ha kommet nye informasjonstilbydere og lignende. Hvorvidt finansforetaket plikter å foreta seg noe, for eksempel bytte datasystem, må sees i lys av rimelighetsreservasjonen i vphl. § 10-12, første ledd.

3.2.3 Etterfølgende påvisning

Det følger av vphl. § 10-12, femte ledd at verdipapirforetaket skal være i stand til å påvise at kundeordrene er utført i tråd med foretakets retningslinjer. Dette er nok først og fremst

en teknisk utfordring for verdipapirforetakene. Lovens ordlyd er imidlertid klar, og verdipapirforetakene plikter å være i stand til å påvise at kundeordrene har vært utført i tråd med foretakets retningslinjer, uansett hvor teknisk vanskelig det viser seg å være.

3.3 Retningslinjer for utførelse av kundeordre

3.3.1 Utarbeidelse og innhold

Det følger av vphl. § 10-12, annet ledd at verdipapirforetaket plikter å utarbeide retningslinjer for utførelse av kundeordre. Disse retningslinjene skal være verdipapirforetakets hovedverktøy for å nå beste resultat.

Vphl. § 10-12, tredje ledd sier noe om hva innholdet i retningslinjene skal være. For det første skal retningslinjene differensieres i forhold til de forskjellige finansielle instrumentene verdipapirforetaket driver handel med. For hvert av de finansielle instrumentene skal retningslinjene inneholde informasjon om de ulike markedsplassene som benyttes, samt hvilke faktorer som bestemmer valget av markedsplass. For at retningslinjene skal ha noen praktisk verdi for kunden, og for den slags skyld også for foretaket selv, må retningslinjene også peke på hvordan faktorene innvirker på valget av markedsplass, og hvordan faktorene veies opp mot hverandre.

Videre følger det av forskriftens § 10-25, første ledd at verdipapirforetaket ved utførelsen skal legge vekt på en rekke kriterier for å avgjøre den relative vekten av faktorene i vphl § 10-12, første ledd. Hvordan disse kriteriene avgjør den relative vekten av faktorene i vphl § 10-12, første ledd bør fremgå i retningslinjene. Retningslinjene bør derfor differensieres, for det første mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle, og deretter også etter de andre kriteriene, i den grad de etter foretakets mening har betydning. Den enkleste, og trolig også beste, måten å gjøre dette på, er å tallfeste viktigheten av de forskjellige momentene (pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse og eventuelle andre relevante forhold) i forhold til hvert av de forskjellige kriteriene som forskriftens § 10-25 pålegger foretakene å legge vekt på. Når dette først er gjort, vil det ved enhver ordre

skjematisk kunne bli beregnet hvilke momenter som i forhold til denne konkrete ordren skal ha størst vekt. Den skjematiske beregningen vil kunne se ut som eksempelet som kommer rett under.⁵⁹ I eksempelet er det en ikke-profesjonell kunde som har lagt inn en “Fill or Kill”-ordre på aksjer som handles gjennom elektroniske ordrebøker.^{60 61}

⁵⁹ Eksempelet er hentet fra “Post MiFID: Execution Policy and Building an Execution Venue List” side 9.

⁶⁰ “Fill or Kill” er en ordreform som gis til megler hvor ordren for å bli gjennomført må fylles helt opp (fill), dersom dette ikke er mulig skal ordren cancelles (kill).

⁶¹ Elektroniske ordrebøker er det vanligste på dagens markedsplasser. Ordrene legges inn og matches da automatisk ved “treff”.

	Kundens egenskaper (Profesjonell eller ikke- profesjonell)	Ordrens art (Kjøp/salg på markedet, Fill and Kill, Fill or Kill, limit ordre, Isfjell osv.)	Egenskaper ved det finansielle instrumentet (Aksjer, OTC-aksjer, derivater)	Egenskaper ved handelssystemet der ordren kan legges inn (Elektronisk ordrebok, utenom børss etc.)		
<i>Det faktiske tilfellet</i>	<i>Ikke- profesjonell</i>	<i>Salgsordre, Fill or Kill</i>	<i>Aksjer</i>	<i>Elektronisk ordrebok</i>	<i>Total vekt</i>	<i>Prioritet</i>
Pris	4	5	4	4	17	1
Kostnad	4	3	2	3	12	4
Hurtighet	2	5	3	4	14	2
Sannsynlighet for gj.føring og oppgjør	2	5	2	3	12	4
Størrelse	3	5	3	2	13	3
Eventuelle andre forhold	1	1	1	1	4	5

I eksempelet er det pris som kommer ut som momentet som skal tillegges størst vekt foran hurtighet og størrelse. Samtidig som rekkefølgen på det forskjellige momentene synliggjøres, vil momentenes innbyrdes tyngde bli tydeliggjort. Pris skal for eksempel veies opp mot hurtighet med 17 mot 14.

Deretter blir spørsmålet hvordan denne informasjonen bør utnyttes. I dokumentet som eksempelet er hentet fra, blir det kåret en “vinner” i hver kategori som får tildelt alle vektpoengene i den kategorien. Til slutt summeres antall vektpoeng opp, og ordren utføres på den markedsplassene som har flest vektpoeng. Dersom et finansforetak for eksempel hadde valget mellom å utføre ordren på Chi-X eller Oslo Børs og Chi-X var best på pris, kostnad og hurtighet, mens Oslo Børs var best på sannsynlighet for gjennomføring og

oppgjør og på størrelse ville Chi-X fått 43 poeng mens Oslo Børs ville fått 25 poeng. Etter denne modellen burde ordren vært sendt til Chi-X for å oppnå beste resultat.

Problemet med en slik modell er at den ikke tar hensyn til differansen mellom partene i de enkelte kategoriene, dersom Oslo Børs for eksempel bare var marginalt dårligere på pris, kostnad og hurtighet, mens Chi-X var mye dårligere på sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør og på størrelse enn Oslo Børs, er det ikke usannsynlig at handelen kanskje nettopp burde vært gjennomført på Oslo Børs. Det som kunne vært gjort i en slik situasjon var å gi poeng til de “tapende” markedsplassene på hvert enkelt punkt i slik at der Chi-X fikk full pott på pris (17 poeng) fikk kanskje Oslo Børs 15 poeng fordi de kun var marginalt dyrere, mens der Oslo Børs fikk full pott, for eksempel på størrelse (13 poeng) var kanskje Chi-X så mye dårligere at de kun fikk 2 poeng. Slik ville Oslo Børs kunne ende opp som den foretrukne markedsplass.

Den finnes både fordeler og ulemper ved å skjematisk og automatisere vurderingen i den grad som vist i eksempelet. En slik automatisk vurdering vil ofte ha problemer hvis det dukker opp spesielle tilfeller som avviker sterkt fra normal handel. Den store fordelen er imidlertid at vurderingene tydeliggjøres slik at finansforetaket enkelt kan gå inn og rette på modellen dersom den i visse tilfeller gir galt resultat. Tydeliggjøringen av vurderingene gir også finansforetakets kunder en mye bedre, og enklere, plattform for å skille finansforetakene fra hverandre.

Det er imidlertid helt klart at det ikke er noen lovpålagt plikt for finansforetakene å skjematisk vurderingene sine i slik grad som skissert over. Formålet bak bestemmelsene om verdipapirforetakenes plikt til å utferdige retningslinjer kan imidlertid vanskelig realiseres med mindre det stilles visse krav til konkretiseringen av vurderingstemaene som skal fremgå av retningslinjene. Det er derfor etter min mening ikke tilstrekkelig å kun referere hensynene i § 10-12 første ledd, for deretter å skrive at i vurderingen av hvordan de innbyrdes skal prioriteres bruker verdipapirforetaket de kriteriene som fremgår av forskriftens § 10-25. Foretaket er nødt til å gi uttrykk for hvordan det i utgangspunktet

veker hensynene i § 10-12, for deretter å være konkret på hvordan kriteriene i forskriftens § 10-25 kan innvirke på dette.

Når det gjelder de faktiske retningslinjene som de norske meglerhusene har utarbeidet, er ingen av de som jeg har sett i tråd med de krav som er skissert over.⁶² De fleste norske meglerhusene har bygget sine retningslinjer på en mal som er utarbeidet av Norges fondsmeglerforbund. I de fleste tilfellene er det kun firmanavnet som skiller foretakets “egne” retningslinjer fra fellesmalen. De fleste retningslinjene bærer etter min mening preg av at verdipapirforetakene ikke har innsett den sentrale plassen disse er ment å ha, og at de derfor ukritisk har lagt fondsmeglerforbundets mal til grunn, uten reelt å ha vurdert den. Det eneste arbeidet som tilsynelatende er gjort med malen i en del av retningslinjene er å lime inn verdipapirforetakets firmanavn. Dessverre synes dette å være normalen istedenfor unntaket når det gjelder retningslinjene til de norske meglerhusene. Hvorvidt Kredittilsynet kommer til å reagere på dette er uvisst, men det er etter min mening relativt klart at slike retningslinjer ikke er i tråd med det som er formålet bak reglene, og dermed heller ikke i tråd med regelverket.

3.3.2 Opplysnings- og samtykkeplikt

Det følger av vphl. § 10-12, fjerde ledd at verdipapirforetakene plikter å opplyse, og få samtykke til, deres retningslinjer før første gangs utførelse av ordre. Dersom retningslinjene åpner for at kundeordre kan utføres utenfor et regulert marked eller en MHF skal kundene uttrykkelig samtykke til dette.

Første spørsmål er når samtykket senest skal foreligge. I forarbeidene uttales at utvalget forstår EØS retten dit hen at verdipapirforetakene på forhånd må innhente samtykke til ordreførelsespolitikken fra kunden.⁶³ Videre følger det av Nivå-2 direktivets artikkel 46, punkt to, at overfor ikke-profesjonelle kunder, skal det gis informasjon “i god tid” før

⁶² Deriblant, First Sec, Christiania Sec, Arctic Sec, Carnegie, Pareto Sec, Nordea med flere.

⁶³ NOU 2006 nr. 3, punkt 4.4.1.

tjenesten ytes. Kravet om “god tid” skal neppe forstås så snevert at det nærmest er en karantenetid mellom det tidspunkt kunden får retningslinjene og det tidspunkt finansforetaket kan utføre ordre. En slik karantenetid synes i alle fall ikke å ha en særskilt god begrunnelse. Reservasjonen om “god tid” er nok først og fremst ment slik at det er for sent å gi beskjed om retningslinjene i dét en ikke-profesjonell part sender en ordre til foretaket. Den praktiske løsningen for verdipapirforetakene vil være at de sender ordreutførelsespolitikken sammen med klassifiseringsskjema og eventuelle generelle avtalevilkår for samtykke med en gang kunden viser interesse overfor firmaet. Dersom en slik prosedyre følges kan jeg vanskelig se at vilkåret om “god tid” ikke skal være oppfylt.

Deretter blir det et spørsmål hva som ligger i, og er forskjellen mellom, “samtykke” og “uttrykkelig samtykke”. Forarbeidene uttaler ikke noe konkret om hva som kreves for at kunden har “samtykket”, men i avsnittet hvor “uttrykkelig samtykke” omtales, uttales det at samtykket ikke trenger å bli gitt skriftlig eller i tråd med andre formkrav.⁶⁴ I og med at et uttrykkelig samtykke ikke trenger å bli gitt skriftlig, eller i tråd med andre formkrav, ville det ikke gitt god harmoni i bestemmelsen dersom det var slike krav til det ordinære samtykket. Konklusjonen blir således at det ikke er noe formkrav til det ordinære samtykket.

Selv om det ikke er krav til skriftlighet eller andre formkrav er det allikevel et faktisk krav til samtykke. Det følger av det som er skrevet i forrige avsnitt at et muntlig samtykke må være tilstrekkelig, trolig også som “uttrykkelig samtykke”, men det må da kreves at det muntlig fra kunden gis uttrykk for at han har forstått at ordren kan utføres utenfor regulert marked eller en MHF. Av dokumentasjonshensyn bør et slik samtykke være tatt opp på tape, men det kan ikke stilles som noe absolutt krav

Deretter blir spørsmålet om også stilltiende samtykke er tilstrekkelig. Stilltiende samtykke er ikke behandlet i forarbeidene. Typisk vil spørsmålet dukke opp der kunden er tilsendt

⁶⁴ NOU 2006 nr. 3, punkt 4.4.1.

retningslinjene, men finansforetaket ikke hører noe fra kunden før han faktisk legger inn en ordre. CESR åpner i sitt Q&A for at et vanlig samtykke i noen jurisdiksjoner kan være stilltiende.⁶⁵ Reelle hensyn må kunne sies å dra begge veier. Det synes ikke å være for mye for langt å pålegge verdipapirforetakene å i det minste spørre kunden om han har lest og forstått retningslinjene deres. Videre er retningslinjene en nyvinning på bakgrunn av MiFID, og de er ment å være helt sentrale. Dersom stilltiende samtykke godtas vil det fort bli slik at de færreste bryr seg om å lese disse retningslinjene. Nå tror jeg ikke nødvendigvis at kunder kommer til å bry seg veldig mye mer om retningslinjene enn det kunder vanligvis gjør om standardiserte avtalevilkår, men ved å kreve at de faktisk ytrer seg angående retningslinjene vil dette i alle fall bevisstgjøre kunden om at de finnes. På den annen side inneholder ikke retningslinjene vilkår som er tyngende for kunden. Retningslinjene er først og fremst utformet for at kunden skal kunne se forskjellen på de forskjellige firmaene og vurdere om det aktuelle foretaket passer for han. Når kunden har valgt seg et foretak er det grunn til å tro at han enten har lest og godtatt retningslinjene, eller at kunden mener at de ikke er relevante for vedkommende slik at kunden uansett ville ha godtatt de.

De lege ferenda er jeg klart av den oppfatning at stilltiende samtykke av retningslinjene for ordreførelse ikke bør godtas. Ved å godta stilltiende samtykke kommer trolig retningslinjene aldri til å få den sentrale plassen som de er tenkt i MiFID, men vil skli inn som en del av de resterende standardiserte avtalevilkårene som verdipapirforetakene bruker, som en liten andel av kundene bruker tid på å sette seg inn i.

De lege lata er imidlertid spørsmålet atskillig mer tvilsomt. Utgangspunktet for norsk rett er nok at stilltiende samtykke godtas i relativt stor utstrekning der samtykket ikke har vesentlige negative konsekvenser for den som samtykker.⁶⁶ På denne bakgrunn vil nok derfor et stilltiende samtykke være tilstrekkelig til å oppfylle kravet i vphl. § 10-12, fjerde ledd, første punktum.

⁶⁵ CESR/07-320, side 12, punkt 21.3.

⁶⁶ Se for eksempel Arnholm: Privatrekt I 1964, § 25.

Når det gjelder kravet til uttrykkelig samtykke til retningslinjer som åpner for handel utenfor et regulert marked eller MHF må konklusjonen etter min mening bli en annen. Her er utgangspunktet at en naturlig språklig forståelse av ordlyden tilsier at stilltiende samtykke ikke er tilstrekkelig. I forarbeidene fremgår det i og for seg at “uttrykkelig” ikke henviser til form, men at det er innholdet i samtykket som uttrykkelig skal godkjenne at ordren kan gjennomføres utenfor regulert marked eller MHF.⁶⁷ Det vil etter min mening stride klart mot ordlyden dersom en slik uttrykkelig godkjennelse kan innfortolkes i et stilltiende samtykke. Et stilltiende samtykke kan derfor ikke være tilstrekkelig i forhold til vilkåret i § 10-12, fjerde ledd, annet punktum.

Alle aktive former for godkjennelse må imidlertid godtas som uttrykkelig i forhold til § 10-12, fjerde ledd, annet punktum så lenge det gir klart uttrykk for at kunden godkjenner at handel kan foretas utenfor regulert marked eller MHF. Dette er også i tråd med det som er sagt over, nemlig at “uttrykkelig” ikke henviser til form, men til innhold. Det er således ingenting i veien for at det uttrykkelige samtykket gis muntlig over telefon. Dette synes også å være i samsvar med CESRs holdning.⁶⁸

Neste spørsmål er hva som skjer dersom kun vanlig samtykke er gitt overfor retningslinjer som også inneholder muligheten til å utøve handelen utenfor regulert marked eller MHF. Ordlyden i § 10-12, fjerde ledd, annet punktum trekker i retning av at dersom det ikke er gitt uttrykkelig samtykke til at det kan foretas handel utenfor regulert marked eller MHF, er ikke retningslinjene godtatt i det hele tatt. Tas loven på ordet, stenger altså manglende uttrykkelig samtykke ikke bare for handel utenfor regulert marked eller MHF, men det vil også stenge for vanlig handel.

MiFID Nivå-1 artikkel 21, tredje punkt, tredje ledd, annet punktum krever imidlertid kun uttrykkelig samtykke før finansforetaket faktisk utfører handel utenfor regulert marked

⁶⁷ Ot. prp. nr. 34 2006-2007 punkt 7.5.5.

⁶⁸ CESR/07-320, side 11, punkt 21

eller MHF. Det er ingenting i forarbeidene som tyder på at departementet her ønsket et strammere regelverk enn det som følger av MiFID. Det er også vanskelig å se begrunnelsen for hvorfor et manglende samtykke om handel utenfor regulerte markeder og MHFer også skulle sperre for handel nettopp på disse stedene. Vphl. § 10-12, fjerde ledd, annet punktum må altså tolkes innskrenkende på bakgrunn av dette slik at uttrykkelig samtykke kun kreves før det faktisk foretas handel utenfor regulert marked eller MHF.

3.3.3 Evaluering

Det følger av vphl. § 10-12, femte ledd, første punktum at verdipapirforetaket skal kontrollere de ordningene som er etablert i tråd med annet ledd, herunder foretakets retningslinjer for ordreutførelse. Som det er skrevet under punkt 3.2.2, er kontrollkravet i vphl. § 10-12, femte ledd en løpende overvåkingsforpliktelse. I annet punktum er det også uttrykkelig spesifisert at verdipapirforetaket jevnlig skal evaluere de markedsplassene finansforetaket benytter seg av, for å se om disse fortsatt er egnet til å oppnå beste resultat, eller om det er behov for å bytte ut eller supplere disse.

Hva som ligger i at det “jevnlig” skal evalueres, vil variere i samsvar med endringer i markedene. I og med at MiFID fortsatt er i startfasen, og det dukker opp nye markedsplasser med korte mellomrom, og at retningslinjene er helt nye, er det naturlig at det hyppigere må foretas en evaluering av retningslinjenes markedsplasser enn det som trengs når markedet i større grad har satt seg.

Videre følger det av forskriftens § 10-25 at verdipapirforetaket årlig skal vurdere sine retningslinjer for ordreutførelse. Dette er det absolutte minstekrav. Det er også krav til at verdipapirforetaket må vurdere sine retningslinjer dersom det skjer en endring av betydning for foretakets fortsatte evne til å oppnå beste resultat.⁶⁹

⁶⁹ Se nærmere om dette under punkt 3.2.2.

Ved vurderingen av ordningene bør for det første markedsplassene i retningslinjene gjennomgås for å se om noen bør byttes ut eller suppleres med andre. Det er også grunn til å se på hvordan den innbyrdes relative vekten av faktorene i vphl. § 10-12 har fungert, og om det kan være grunn til å endre på denne. Dersom vurderingene er skjematisert og lagt inn i en “smart router” er det desto større grunn til å foreta en grundig analyse for å se om beste resultat oppnås i alle tilfeller, eventuelt foreta nødvendige endringer. Selv om det ikke er noe direkte krav i loven, er det nok hensiktsmessig, av bevismessige hensyn, at finansforetakene dokumenterer denne vurderingen slik at det i ettertid enkelt kan sees hva som er blitt gjort.

4 Virkningen av overtredelse

4.1 Offentlige sanksjoner

Overtredelse av de bestemmelser som er omhandlet i oppgaven er ikke straffesanksjonert, jfr. vphl. kapittel 17. Det er for eksempel ikke anledning til å gi dagbøter for mangelfulle retningslinjer for ordregjennomføring. Kredittilsynet har imidlertid, med hjemmel i vphl. § 9-4, adgang til å endre eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester og andre tilknyttede tjenester. I forhold til kravene som stilles i vphl. § 10-12, er det først og fremst § 9-4, første ledd, fjerde punkt, som er aktuelt. Det følger av dette at dersom et verdipapirforetak foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av vphl. § 10-12, med tilhørende bestemmelser samt forskrifter, kan Kredittilsynet endre eller, mest aktuelt, tilbakekalle tillatelsen deres.

Spørsmålet blir hvor mye som skal til før en overtredelse er “alvorlig”. Det stilles etter ordlyden krav til at det dreier seg om en kvalifisert overtredelse. Når det gjelder overtredelse av de bestemmelser som denne oppgaven omhandler, skal det nok svært mye til før første gangs overtredelse vil medføre inndragning av konsesjon. Det er klart det kan tenkes tilfeller hvor et verdipapirforetak gir blaffen i alt som heter kundebeskyttelse og

beste resultat, men et slikt foretak vil trolig også opptre i strid med andre bestemmelser, typisk § 10-11, som er bedre egnet som begrunnelse til å tilbakekalle tillatelsen.⁷⁰ Alvorlig overtredelse blir derfor ikke aktuelt i forhold til oppgavens bestemmelser.

Det kan imidlertid tenkes at noen verdipapirforetak kan drive systematisk overtredelse av reglene om krav til beste resultat samt reglene om kundeklassifisering. Typisk kan det tenkes verdipapirforetak som i det alt vesentligste kun forholder seg til kvalifiserte motparter samt noen profesjonelle kunder. Disse vil kunne ha en oppfatning av at reglene ikke er ment for dem, og at de derfor ikke ønsker å bruke tid og energi på å tilpasse seg, og den tilpassingen de eventuelt gjør er av så overfladisk grad at den ikke er tilstrekkelig. Dersom disse firmaene ikke etterkommer krav fra Kredittilsynet om å tilpasse seg reglene i større grad, vil de kunne miste konsesjonen på bakgrunn av systematisk overtredelse av reglene.

4.2 Privatrettslige virkninger

4.2.1 Erstatning

Temaet er hvorvidt overtredelse av vphl § 10-12 vil medføre erstatningsplikt overfor en kunde som kunne ha fått et bedre resultat.

Spørsmålet lar seg ikke besvare helt generelt, og det er ingen automatikk i at en lovovertrедelse medfører erstatningsansvar. Utgangspunktet for erstatning vil fortsatt være at verdipapirforetaket må kunne bebreides for at de har handlet som de har gjort.

Overtredelsen vil imidlertid være et moment i vurderingen av hvorvidt foretaket er å bebreide og i majoriteten av tilfellene vil nok verdipapirforetakene være forpliktet til å dekke sine kunders tap.⁷¹

⁷⁰ Noe som illustreres av Glitnir Privatøkonomi saken.

⁷¹ Lovovertrедelsers virkning for erstatningsansvaret er grundig behandlet i Viggo Hagstrøms særavhandling "Culpanorm og skrevne adferdsnormer" av 1979.

5 Litteraturliste

5.1 Lover og forskrifter

Lov av 29. juni 2007 nr. 75, verdipapirhandelloven

Lov av 19 juni 1997 nr. 79, - opphevet, verdipapirhandelloven

Forskrift av 29. juni 2007 nr. 876, Verdipapirforskriften

5.2 Forarbeider

Høringsnotat og utkast til forskrift om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-forskriften) utarbeidet av Kredittilsynet -

http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/kt_mifidforskrift.pdf

NOU 2006 nr. 3

Ot. Prp. Nr. 34 2006-2007.

Ot. prp. Nr. 12 2004-2005

Ot. Prp. Nr. 79 1991-1992

5.3 Praksis

Rt. 2000 s. 679

Rt. 2000 s. 1811

“Teleaustria” C-324/98

5.4 **EU-rettslige kilder**

“Background note” til Nivå 2 direktivet -

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-backgroundnote_en.pdf

CESR/06-289c

CESR/07-320 - <http://www.cesr.eu/index.php?docid=4606>

Council Directive 93/22/EEC

Directive 2004/39/EC

Directive 2006/73/EC

FSA Handbook release 071 - November 2007

FSA - Implementing MiFID’s Client Categorisation requirements

Regulation 1287/2006

Working document ESC-07-2007:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/letter-cesr-best-execution_en.pdf

Your questions on MiFID - Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures - Questions and answers -

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf

5.5 Litteratur

Arnholt - "Privatrett I" 1964

Hagstrøm, Viggo - "Culpanorm og skrevne adferdsnormer" 1979

Post MiFID: Execution Policy and Building an Execution Venue List -

<http://www.equiduct.eu/white-papers/Execution%20Policy%20and%20building%20an%20Execution%20Venue%20List.pdf>

Sejersted m.fl. - "EØS-rett" 2. utgave

Skinner, Chris red. – "The future of investing in Europe's markets after MiFID"

Torstein Eckhoff – Rettskildelære, 5. utgave ved Jan E. Helgesen

5.6 Annet

Aktietorgets hjemmeside: <http://www.aktietorget.se>

Chi-Xs hjemmeside: <http://www.chi-x.co.uk>

Chris Skinners blog av 5. mars 2007:

<http://www.finextra.com/community/Fullblog.aspx?id=74>

Pressemelding fra NASDAQ OMX av 19. mars 2008:

<http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=300307>

6 Lister over tabeller og figurer m v

<http://www.uio.no/studier/emner/jus/jus/VALSPE10/>